全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上海证券报 总策划

不战而胜

价值投资法

提摩西·维克 著
李东 张戎 译

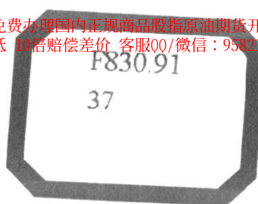
WALL STREET ON SALE

How to Beat the Market as a Value Investor

McGraw Hill

McGraw Hill 麦格劳-希尔教育出版集团 百家出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





中国证券书库
翻译经典系列

上海證券報 总策划

不战而胜

价值投资法

提摩西·维克 著
李东 张戎 译



麦格劳－希尔教育出版集团 百家出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

不战而胜:价值投资法/(美)维克著;李东,张戎译.—上海:百家出版社,2001.11
(中国证券书库.翻译经典系列)
ISBN 7-80656-562-0

Ⅰ.不... Ⅱ.①维...②李...③张... Ⅲ.股票-证券交易-研究 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第084398号

责任编辑 郭丽丽
特约编辑 莫 之
封面设计 桑吉芳

不战而胜:
价值投资法
提摩西·维克 著 李 东 张 戎 译
百家出版社出版发行
(上海天钥桥路180弄2号)
(邮政编码 200030)
全国各新华书店经销 上海松江新桥新生印刷厂印刷
开本 850×1168 1/32 印张 11.375 字数 270000字
2002年1月第1版 2002年1月第1次印刷
印数:1-6000册
ISBN 7-80656-562-0/F·16 定价:25.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"中国证券书库"编委会

编委会主任：

中国证券业协会秘书长	马庆泉
上海证券报社社长	张行端

编　委：

上海证券报社总编辑	张持坚
申银万国证券公司总裁	王玉春
国泰君安证券公司总裁	姚　刚
银河证券公司总裁	朱　利
海通证券公司董事长兼总裁	王开国
国通证券公司董事长	牛冠兴
湘财证券公司董事长	陈学荣
南方证券公司董事长	刘　波
广发证券公司总裁	方加春
天同证券公司总裁	徐维西
联合证券公司总裁	殷　可
深圳证券交易所副总经理	胡继之
东方证券公司副总裁	金文忠
上海证券交易所研究中心主任	胡汝银
百家出版社社长	顾林凡
上海证券报社副总编辑	曹士忠
上海证券报图书出版部主任	李　东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Timethy P. Vick
WALL STREET ON SALE, How to Beat the Market as a Value Investor
ISBN: 0-07-134205-2
Copyright © 1999 by the McGraw-Hill Companies, Inc.
Original language published by The McGraw-Hill Companies. All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed in any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.
Simplified Chinese translation edition jointly published by McGraw-Hill Education (Aisa) Co. and Baijia Publishing House.

本书中文简体字翻译版由百家出版社和美国麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司激光防伪标签,无标签者不得销售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特 别 推 荐

……要成为一位成功的投资人，必须同时具备良好的投资判断力和远离市场漩涡的超级免疫力。

——沃伦·巴菲特

大多数美国人喜欢把自己比作聪明的买家，慎言、并且不为时髦的观点所左右。然而，遗憾的是，众多的投资者并不高明，他们对所谓的“热门股”挥金如土，对问题公司盲目追高、趋之若鹜，而从未认真思考过都买了些什么，为什么要以如此高的价格购进，是否其他投资者买进的股票才更有价值、更适合自己的。

《不战而胜——价值投资法》一书，阐述了作为一个投资者如何让自己能在买股票上和购买其他商品时一样头脑清晰，买帽子时翻翻里子，买车时踢踢轮胎，从而确保你成交的是一项好买卖。对于证券市场的初入门者，能够领会这种思想就足够了。当然，对于市场的老手，还需要理解细节，综合领悟价值投资法的核心原则和那些被沃伦·巴菲特、约翰·泰姆布莱顿、马瑞欧·盖贝雷以及其他在市场中取得巨大成功的价值投资大师们所运用的投资技巧。

一旦你掌握了某种投资方法，反复无常是不受欢迎的。

——《投资恶战中的幸存者》作者　盖瑞得·罗博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很显然，草率变动投资组合不是一种好的投资习惯，尤其是你在未经充分考虑的情况下，仅仅因获利不够丰厚就卖掉手中最值得投资的股票，而投资于一个很一般的公司，是很不明智的。《不战而胜——价值投资法》一书旨在教授你如何通过可获得的公共信息轻松锁定最好的公司，建立一种低风险、高成长性的投资组合，长线持股，直至这些股票的价格呈 10 倍甚至更多的增长。提摩西・维克的《不战而胜——价值投资法》一书，为投资人提供了丰富的有用信息和投资建议：

※ 判定一家公司真实价值的各种方法，以及发现那些以其市价在市场上能获得稳定收益的公司的内在价值。
※ 为什么股利对一位审慎的价值投资者有吸引力。
※ 如何分析收益率是投资要素中最为重要和值得信赖的。
※ 为什么分析师和经济学家常常犯错误——并且为什么你必须学会相信自己以及相信自己的分析和直觉。

大量的所谓投资策略都宛如昙花一现，转瞬即灭，唯有价值投资是值得信赖，可以永存的……

——《商机与投资》作者　卢格・鲍伯森

价值投资因其现在有效、曾经有效、未来依然有效而闻名。《不战而胜——价值投资法》一书，将向你证实华尔街的所谓投资秘诀其实名不符实，每一次的投资较量，都证明了价值投资法是最明智的、长期回报最好的投资方略。

提摩西・维克在本书中荟萃了价值投资的诸多投资常识，教授投资者如何通过一只股票的表现确定其潜在价值。全书智慧而明晰，是对每一位审慎的、希望通过长线投资积累财富的投资人最好的指导。

——联邦投资公司董事长兼首席执行官　肯奈斯・杰克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《不战而胜——价值投资法》是本难得的好书，价值投资法对于证券市场的初入门者是种易于掌握的、有效的最佳投资方法。

——《个人投资者的革命：买股票无需经纪人》作者 查理·卡罗逊

在今天这个异常变动的股票市场上，演绎着诸多独特的交易法则，《不战而胜——价值投资法》一书将告诉你如何评判它们。领悟这些真知灼见有助于识别那些有潜在投资价值的公司，预测他们的收益增长、净值和内在价值。另外：

1. 书中汇集了众多运用价值投资技巧长期获得超值回报的资产管理大师的经典案例研究。
2. 书中摒弃了“短线热炒”，阐释了长线是金的投资方针，介绍了以关注公司价值为核心的价值投资法的优点。

——编者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导　言

150年前,米尔(John Stuart Mill)在其《政治经济学原理》(*Principles of Political Economy*)一书中假设:资产价值的涨跌是基于人类异想天开的天性。当价格上涨时,大批的投资者视之为获利的机会,纷纷买进,进而不断推高股价,并不断应验自我的预期。价格下跌则可激发与之相反的反应。米尔写道:“人类的性格本身就容易导引出其所期望的效果。”

股票涨跌通常没什么道理,不过是由恐惧、激情与贪婪所推动。尽管这种动力本身有缺陷,却也是我们自己能了解的人类情感。华尔街为这种喜怒无常的拉锯战提供了巨大的获利机会,尤其是在一家公司的价值被错估时。几年前,人们根本不敢以市盈率11倍的价格买进默克制药公司(Merck & Co.)或是强生公司(Johnson & Johnson)的股票。当英特尔(Intel)的股价跌至市盈率达12倍时,投资者纷纷惊恐地避开该股,在思科系统(Cisco Systems)股价24美元时,投资者不惜割肉斩仓,而且根本没人敢拥有像富国银行(Wells Fargo)这种高达75美元的银行股。然而到了1998年,如果投资者在上述股票的股价攀高达4倍、市盈率跃升30倍时仍未抢进,那简直是“暴殄天物”。一旦你了解华尔街只不过是我们自己情感斗争的化身,你就已经迈出了长期成功的第一步;第二步则是掌握它。

本书的主要任务是告诉你如何掌握华尔街。只要运用“价值投资法”(Value Investing),你即可坐拥华尔街。价值投资法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于20世纪30年代中期被提出，常为世界上许多最伟大的市场专业人士所采用。包括巴菲特(Warren Buffett)、史劳斯(Walter Schloss)，加百列(Mario Gabelli)，普莱斯(Michael Price)，内夫(John Neff)，坦伯顿(John Templeton)及索罗斯(George Soros)等等，他们以廉价买下公司的方法已经证实了"价值投资法"是有史以来最成功的选股工具。

有了价值投资法，等于拥有了神奇的炼金术，可运用它点石成金，你可以买进全世界最受欢迎公司的股票，并坐享其成。同时，由于你不愿支付不合理的高价，你的利润必定会相对提高，所面临的风险也会相对降低。

然而时至今日，依然没有人认真地把价值投资当成重要的纪律，反而相信金融业所宣称的投资是一种难以捉摸、复杂的事情，你不应该亲自参与、更不可能深入了解，这种论调使得投资人成为自己情绪的牺牲品。投资杂志的标题引诱你购买"十大热门股"，而券商则精心设计，让你换股票比换舞伴还快。投资业界从未领会到单纯性的可贵：只要以低于1美元的价格买进价值1美元的资产，然后耐心抱牢持股即可；简言之，投资并非是快板华尔兹。不幸的是，缓慢而稳定的成功在这个混乱的市场上并不吸引人。

现在是采取价值投资最好的时机。今天有近半数的美国家庭参与股票投资，然而其中绝大多数在规划其股票投资组合时所展现的耐性，甚至还不及做饭、度假与买衣服。长达15年的多头市场使得投资人相信，没有必要花时间小心翼翼地去做研究，而且再高的股价都会有人追高。如同在1987年、20世纪70年代早期，以及喧嚷的20世纪20年代，以预期未来获利会增加而买进股票的成长投资法(growth investing)，已经取代了谨慎的投资法。就像所有的坏习惯一样，对于所有的投资人而言，类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似的不幸后果将会一再重演。

过去20年的研究发现一再显示,股票会随着时间的推延缓慢上涨。这个发现简单而明白。下述七项训诫所传达的理念也是同样清晰:

(1) 频繁换股导致利润不佳。将手中的股票拼命搏进搏出以追求快速获利是无法战胜市场的。你的投资组合变动越频繁,落后市场的幅度也越大。

(2) 唯一能战胜市场的铁律是同时考虑价格与价值。算出一家公司的真实价值,并在该价位之下买进,如此你的利润几乎可以超越其他的投资人。

(3) 一般公认的分散风险法则应该不予考虑。随便挑个十来只股票以"保护自己"获利必定不佳。同样地,单位平均成本法(dollar-cost averaging)与尝试错误法(trial-and-error approach)只会带给你二流的获利。

(4) 依技术指标买卖不但毫无帮助,反而容易导致利润受损。从未有人发明出一套能在市场中冲锋陷阵且持续有效的方法。在购买前先行评估一家公司才是无可取代的方法。相反地,若是忽略公司的价值与优点,则容易使投资沦为赌博。

(5) 不计代价避免受到"资讯"魔力的摆布。要在这场业界的游戏中胜出,就不应理会所有的循环性预测,如经济、利率、盈余与股票等。

(6) 认真研读、分析上市公司的财务报表,即可成功获利。许多价值投资者仰赖年报、计划书与代理委托书而获得了优异的投资回报。

(7) 评估一家公司所需要的大部分资讯皆可在网络上免费取得。网络的便捷使现在个人投资者随手皆可获得与传奇基金经理人相同的资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场向来高低起伏。投资者应该谨记,要获利 100 美元,平均要忍受 40 美元的亏损。除非你注意到价值,否则这种进两步退一步的过程可能会很痛苦,然而实际上大部分的投资者不曾注意价值。尽管有研究结果的训诫与明显的趋势,多数人均未能为周期性的损失作好准备。股价大多呈现长期稳定成长的趋势,而经济与生产力的持续成长,会带动美国公司的实质价值稳定成长,并进而推升股价。有太多美国人固执地把投资视为当今世上的点金石,他们深信今日所购买的股票,在退休时会神奇地把他们变成百万富翁。在这些美国人身边汇聚着一批成长型投资者,大力鼓吹现赚 100 美元的方法。他们对风险实在太大意了,这简直是以盲引盲。相反地,价值投资者所寻求的方法是,如何赚进 100 美元同时规避 40 美元的亏损。

本书综合所有价值投资法的主要法则,并阐释如巴菲特等许多传奇投资人用以建立其王国的方法。首先我会概述价值投资法的主要议题,然后再举例证明,无数的基金经理人依循此法获得成功;稍后我会透过数章篇幅教你如何以投资价值来评估一家公司;最后我将说明如何构建价值型股票(value stocks)的投资组合。

我确信本书将有助于你掌握自己的未来,透过谨慎与睿智的投资以提高获利表现。这里所提出的投资法则是超越时间的,可以协助你走过多头与空头市场。不论你买进网络股、还是通用电气(General Electric)、新力(Sony)、Duke Power 或者是伯利恒钢铁(Bethlehem Steel),这些方法都一样适用。

祝你选股愉快!

提摩西·维克(Timothy P. Vick)

1998 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

本书的完成感谢许多人共同的投入。当然首先要感谢我的妻子罗贝塔(Rebecca)的长期支持与编辑，孩子们(Calvin 和 Natalie)耐心地忍受爸爸把许多周末与夜晚耗在电脑前。特别要感谢我的编辑凯姆斯(Jeffrey A. Krames)，他指导了整个出版计划直到完成，并使手稿表现出最高的价值。还要感谢在普渡大学(Purdue University)担任财经讲师的同事柏奇(Kenneth Pogach)，他帮我串连了书中许多关键性的评估问题。也要谢谢在 Horizon Publishing 公司的维吉(Chris Vaughn)，协助整理图表及排版工作。谢谢巴菲特、史劳斯、布朗迪斯(Charles Brandes)以及在崔第·布隆公司(Tweedy, Browne)的伙伴们对本书的支持，他们提供我许多珍贵的资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要成为一位成功的投资人，必须同时具备良好的投资判断力和远离市场漩涡的超级免疫力。

——沃伦·巴菲特

《不战而胜——价值投资法》一书，为投资人提供了丰富的有用信息和投资建议：

■判定一家公司真实价值的各种方法，以及发现那些以其市价在市场上能获得稳定收益的公司的内在价值。

■为什么股利对一位审慎的价值投资者有吸引力。

■如何分析收益率是投资要素中最为重要和值得信赖的。

■为什么分析师和经济学家常常犯错误—并且为什么你必须学会相信自己以及相信自己的分析和直觉。

大量的所谓投资策略都宛如昙花一现，转瞬即灭，唯有价值投资是值得信赖，可以永存的……

——《商机与投资》作者卢格·鲍伯森

价值投资法因其现在有效、曾经有效、未来依然有效而闻名。《不战而胜——价值投资法》一书，将向你证实：华尔街所谓投资秘诀其实名不符实，每一次的投资较量，都证明了价值投资法是最明智的、长期回报最好的投资方略。

——联邦投资公司董事长
兼首席执行官肯奈斯·杰克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

翻译经典　精选书目

《不战而胜：价值投资法》 25元

《超越道指》18元

《艾略特波浪理论》（修订版） 20元

《共同基金常识》 35元

《短线交易秘诀》 25元

《欧奈尔：证券投资二十四堂课》

（点评本）20元

《巴菲特：从100元到160亿》18元

《江恩：华尔街45年》 18元

《如何看年报》11元

《国际投资基金经理谈股论道》15元

《如何在美国上市--企业上市指南》18元

订购热线：

TEL/FAX：021-58391994

021-58391111转2102

上海证券报图书出版部

上海浦东新区杨高南路1100号206室

邮编：200127

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

导　言 …… 1
致　谢 …… 1
第一章　什么是价值投资法 …… 1
- 格雷厄姆投资传奇
- 什么是“价值”
- 价值投资法的七大原则

第二章　价值投资法的历史 …… 23
- 否定“10%法则”
- 战胜市场的优势
- 研究证明价值投资法业绩超群
- 著名价值型投资者的历史记录

第三章　战胜不理性的市场 …… 55
- 不可预测的市场
- 定价的非理性
- 错误解读信息

第四章　致命错误：预测根本无效 …… 75
- 华尔街是个大卖场
- 预测是困难的
- 分析师、经济学家与各大公司拙劣的历史记录

第五章　债券与股票的关系以及投资回报率 …… 89
- 战胜通货膨胀与债券收益率的必要性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 债券息票与盈利的关系
● 以优质的投资回报率选股
● 如何增进收益增长

第六章 “长线是金”……………………………………………… 117
● 持股的最佳时间
● 投资者不应该杀进杀出的原因
● 耐心的必要性
● 坚守长线策略

第七章 快速回收投资成本…………………………………… 137
● 以公司的投资报酬率来考察公司
● 以盈利衡量利润，而非用股价波动
● 结合市盈率计算投资回收期
● 投资回报表

第八章 评估公司：预估盈利与现金流量 …………………… 157
● 一股值多少钱
● 解读财务报表
● 估计盈利
● 预估未来盈利的四种方法
● 如何判断股价

第九章 分析公司的股利记录………………………………… 187
● 股利的成长要素
● 发放股利的优缺点
● 结合股利与资产报酬率分析公司
● 股利与所得税率之间的关系

第十章 评估公司的成长潜力………………………………… 207
● 衡量与评估资产报酬率
● 保留盈利的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 生产力能提升回报

第十一章 发掘利润率中的潜在价值 …… 229

● 利润的定义与如何计算利润

● 分析季财务报表

● 运用营运杠杆

第十二章 分析重要的财务比率 …… 249

● 鉴定账面价值与资产

● 市盈率的意义

● 解读价格销售比

第十三章 评估公司的无形价值 …… 271

● 评估理性管理

● 评估重组费用

● 评估经理人是否能增进价值

● 品牌的价值

● 特许经营权的价值

● 年报的重要性

第十四章 建立投资组合：子公司法则 …… 299

● 不必分散风险

● 关于定额定时投资法的辩论

● 建立价值投资组合

● 依据投资业绩组合股票

第十五章 掌握巴菲特的方法 …… 325

● 巴菲特的十大原则

● “市场先生”

● 如何成为成功的价值投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 什么是价值投资法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"投资之前，首先要能判断价值。"

——查尔斯·道

本杰明·格雷厄姆首次在其1934年的原创性专著《证券分析》一书中，提出价值评估原则，当时，价值投资这一概念尚不存在。格雷厄姆本人很可能会反对"价值投资"一词，也可能不赞同几十年来被业界扭曲了的诠释。《证券分析》一书写于1929年至1933年的空头市场之后，当时，40岁的格雷汉姆只想教导投资人如何分析财务报表，以及如何评估一家公司在市场中的真实价值。对他而言，没有事先评估公司的前景即买进股票，不但罪不可赦，而且是愚不可及的。

尽管厚达700页的《证券分析》在今天被视为价值投资的圣经，但这部巨作却是在一个消息漫天飞的年代出版的。在20世纪的前30年，金融市场人为炒作之风尤盛——机构投资人、银行家往往通过垄断某只证券的价格，以达到谋取超额回报、保护个人利润的目的。在1930年美国国会通过严格的信息披露法以前，各上市公司很少对外公布自己的财务状况，即便公布财务报告，通常也不足以信赖。因为当时的会计法规过于疏漏、宽泛，甚至于无法适应各个产业。证券市场内幕交易不但猖獗而且得不到有效的遏制。上市公司没有及时地向潜在投资人提供有助于了解公司运作的统计资料，信息披露迟缓和不充分，使得大多数投资者几乎难以明了每日的交易情况和曼哈顿南部的那条街上所施展的各种欺诈伎俩。

这样的大环境使得谣言四起，造成股价暴涨暴跌，市场全然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无视理性的价值或被套的投资者的惨状。在格雷厄姆之前，从未有人坐下来潜心研究一套分析上市公司经营状况与投资价值的标准规范。有些学者试图拼凑出内在价值的概念，但他们粗糙的数学模型仅在银行界与学术界得到了认同，一般的美国投资者很少知晓如何分辨值得投资的证券与不入流的垃圾股。

在撰写《证券分析》一书时，格雷厄姆并没有想到要调配出一剂能迅速致富的灵丹妙药，也未曾想过会在若干年后的今天他会被喻为“价值投资之父”或“简约的投资人”。他对世界的贡献在于把客观理性引入了一个视证券买卖为目的而非方法的文化之中。对格雷厄姆而言，如果投资人购买资产时不预先检验其内在质量，是极不合理的。他主张投资应该像买车一样，先踢踢轮胎，看看引擎，然后再告诉销售人员“50美元买进100张”。

踢轮胎看来似乎是很愚蠢的作法，但它却是价值投资的精髓。在买股票时，深入的研究会得出正确的判断，系统的方法能作出明智的决策，支付合理的价格才能获得丰厚的利润。“事实上正是因为‘价值投资’太简单，所以人们不太愿意传授它，”身价数十亿美元的、推崇价值投资的沃伦·巴菲特曾这样感慨到，“如果你已经取得了博士学位，并花了许多年时间学习如何解决棘手的数学运算，然后要再回到价值投资这一点上，这就如同已经饱学到可以当祭祀时，才警觉自己所需要的只不过是十诫而已。”(引自 L. J. Davis 刊登于《纽约时报杂志》的文章，1990 年 4 月)

今天很多人把价值投资与廉价投资混为一谈。他们以为这种投资策略就是购买没人要的公司，即那些财务状况不佳或股价低于 10 美元的公司。事实上，当我在 1997 年开始出版投资时事通讯《当代价值型投资人》时，我就很诧异地发现，大多数的读者相信或希望我会推荐每股 2 美元的热门成长股。在多头市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的辞典中，“价值”的意义已经转化成了“廉价”的代名词。

某种程度上，价值与价格配合得天衣无缝，价值与成长亦是如此。真正的价值型投资人紧盯着价格，他们所支付的股价绝不会高于公司的价值。然而他们对于公司成长性的关注，也和价格与价值一样，因为如果公司无法随着时间的推移增加利润、净值和内在价值，没有人能保证其股票的价值也会提高。基于这三种要素的内在联系，用低于股票价值的价格买进成长股，投资人即能战胜市场，获得超额的股票投资回报。

什么是“价值”

我们所谓的“价值”是什么？在证券市场上，大家都随心所欲地使用着这个词汇。由于使用太随便、太频繁，自然而然变成了用来描述某类操作方法。数以百万计的投资人与基金经理人宣称自己是“价值搜寻者”，但是证据却显示，其中大部分人其实只是交易员，他们寻求暴涨的机会以增加获利。对他们而言，价值仅仅是缺乏严格的市场规范的表征。但实际上“价值”一词在金融与法律上有着具体而明确的界定。民法所承认的价值有以下数种：

● **公平的市场价值**：这是评估私人资产的主要标准，尤其是为了赋税目的的房地产评估或其他资产评估。简言之，公平的市场价值(FMV)可以简化成：任何人愿意为类似资产所支付的价格。它几乎都以美元为单位的，这是由于公平的市场价值反映的是买方愿意提供，同时也是卖方愿意接受的金额。公平的市场价值假定双方都拥有足够的相关信息，得以对双方欲交换的资产的价值进行评估，它也意味着买卖双方都无法自定价格，而是由市场决定公平价值，相信你很可能已经参与过多次公平的市场定价了。在买卖房子时，你会根据当地的市场状况设定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格，如果与你相似的房屋售价介于 20 至 22 万美元之间，房屋的成交价将不会离这个价格区间太远，如果出现较大的价差，那么邻近的公平的市场价格会出现新的标准。只要你购买股票时，愿意支付市场价格，则代表你已经接受了该公司的公平的市场价值。

- **投资价值**：公司的"投资价值"对所有的潜在投资人都不相同，因为每个投资人对等额资产的投资回报率有自己不同的要求。例如，现在有三位投资人都想购买市价 50 美元的 *P&G* 公司的股票。其中，一位投资人希望保本，可以接受的最大止损点为不超过 15%；第二位期望该公司的年回报率高达 20%，并愿意为此承担较大的股价震荡风险；第三位则希求一年至少获得 4%的股利收益。每位投资人都为该股票设定了不同的目标回报，也只有在某一特定价位上方能实现预期目标。假设该股票下跌了 15%至 42.5 美元，第一位投资人是不会买进该股票的；第二位投资人也不会买，除非它在一年内至少能涨到 60 美元，或者在 5 年内涨到 124 美元；而只要公司的年股利达 2 美元，第三位投资人就会买进。由于每位投资人都有其预设的最小投资回报率，因此他们对于该公司的价值会有不同的判断，每位投资人只会在预期目标下的特定价位上谨慎地买卖该股票，而与该公司的真实价值毫无关系。
- **账面价值**：这个价值标准是以会计为基础测量公司的净值，亦称每股股权的价值。许多价值型投资人主要借助该指标来寻找被低估了的股票，他们的理由相当正确，公司的股价不会长期低于净值。或者股票会涨回到账面价值以上，亦或管理层会将出售资产的所得利润回馈给股东。本书第十二章将进一步阐述账面价值的重要性。
- **清算价值**：此价值标准用以测量公司出售所有资产、收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回所有应收账款、付清所有账单与债务后，还能收回多少的金额。一般而言，价值型投资人很少会关注清算价值，他们多数会留意那些未来还能赚钱，目前还在持续经营，并且不太会倒闭的公司。当然，如果市场出现严重超卖某家公司的股票(例如十九世纪80年代初期的克莱斯勒、1991年的花旗银行)，并且由此产生了令人无法抗拒的交易，清算价值即可派上用场了。

- **内在价值**：内在价值并非主观判断，而是指对上市公司的一种普遍判断。它是评估员在完成一家公司的财务状况分析后，对公司价值的评判。以绝对定义而言，内在价值是一家公司的真实价值。即如果所有投资人都拥有相同的信息时，他们所愿意接受的合理售价。在评价某公司的内在价值时，投资人必须尽可能让每股价格反映公司资产、公司预期收益、股利的价值或是公司的销售与收益成长率。

图1-1描述了上述各种价值指标间的关系，即公司的市场价值、内在价值、账面价值与清算价值，借以显示这些方法的差异。股价最能代表市值，其波动幅度也最为剧烈，市值每日上下来回波动，反映出投资人在不断修订对公司价值的判断。实际上，市值上下波动的本质使其在决定公司真实价值时成为最无效的标准。在我假设的P&G公司的实例中，市价首先从60美元涨到80美元，接着进入调整期，跌破60美元，随后反弹，再涨到90美元，然后又跌回60美元。然而该公司的基础价值，不论是以内在价值、账面价值、清算价值而言，并没有像市值一样上下剧烈波动。事实上，该公司的价值逐步攀升，即使在市值重挫时上扬的趋势并没有被破坏。

价值型投资人所寻找的即是市值跌破内在价值的机会。股价跌破内在价值越多则这时买入的价格越便宜，潜在利润也越高。在本例中，股价两度跌破内在价值，并短暂跌破公司的账面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

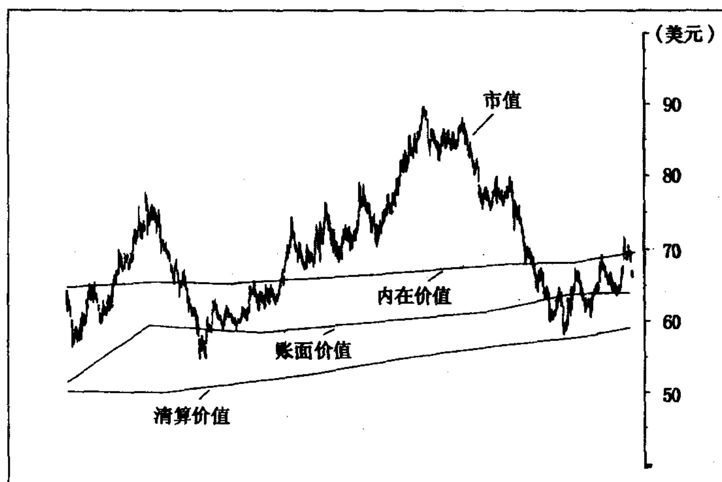


图 1-1 市值与其他价值标准的关系

价值。最物美价廉的股票是跌至接近清算价值,并明确显示出不会有进一步下跌的风险时。

价值投资法的七大原则

价值投资法一点也不神秘。你不需要通过电脑指令或计量经济模型即可从容运用,也不需具备高深的经济学专业理论亦能精通其精髓。一台计算机与一套既有的知识架构即能让你行遍天下,一颗冷静的心也有着同样的效果。某些著名的市场专家宁可一再收集、分析毫无帮助的资料,研究市场的分时走势图,以及遵从统计学家所谓与主要趋势毫不相干的“杂讯”来指导投资,个别投资人也是如此。他们把华尔街视为知识的殿堂,好像证券分析师们只要挥舞着“预测棒”,即拥有神谕的力量,能预知收益、现金流量与失业率。事实上,华尔街大师们的存在是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用你对预知未来的渴望,企图将产品推销给你,仔细观察其预测未来收益与市场走势的历史记录,与古希腊神话中耕种作物的神谕相比,似乎也高明不到哪里。

华尔街的专家曾构建出上千种的预测模型,提出了上百万个买进建议,最后证明其投资效果也好不过一般的"鸡汤"疗法:建议随便买进两只喜欢的股票,20 年后再来找我。但是任何人皆可成功地运用价值投资法,该法则及其惊人的历史记录是全方位对世界公开的,就如同罗丹的雕塑或空中杂技一般为众人所知。只要你拥有正确的心态,即可灵活运用这些堪称简单至极的基本原则。

原则一:逢低买进

逢低买进的概念就如同黄金时段一定要观赏情景喜剧(sit-coms)一样,深植于美国人心中。我们在观念上认定,不论是肥皂、庞帝克(Pontiac Grand Am)跑车或是开学期间降价促销的学生用品,任何商品只要降价,我们就认为这些商品很有价值。只要超市宣传牛排降价,你的第一反应可能是去买一些。如果你喜爱的汉堡快餐在特卖,你很可能不自己烹调,而是去快餐厅买上一大袋馅饼和薯条。为什么我们喜欢这么做?因为我们渴望价值。我们的心里谨记着何谓公平价值(fair value),通常会等到价格跌破平均水平后才购买。我们可能会排斥 24 瓶装,标价为 5.99 美元一箱的百事可乐,如果价格降至 4.99 美元,它立即进入我们所认定的价值区间。

金融市场可能是世界上唯一把消费主义的基本教条倒行逆施的地方。投资者被训练到会相信,股价上涨是买进的最佳时机,从众追高是"比较安全的",而购买价格下跌的股票是"比较危险的"。华尔街喜欢灌输投资者"害怕跟不上"的心态。它让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者相信，如果现在不买进股票，价格只会越涨越高，以致错过这个波段。

价值投资法的第一原则是逢低买进，就如同买化妆品或新车一样。消费习惯与投资习惯并无差异，应该把它们视为一体。不论是购买超市的商品、英特尔的股票、银元、债券或当地公共事业的优先股(preferred stock)，都应该尽可能低价买进，使每一块钱的投资价值最大化。当然，评估消费品的价值很困难。没有几个顾客能算出一瓶洗发精或一辆汽车的真正价值，这些商品有无形的优点，在许多方面，它们为我们的生活提供了金钱无法衡量的便利。然而，普通股(common stock)的价值可以非常准确地计算出来。使用正确的工具，投资者能够以每股几美分的差额，决定一家公司的真正价值区间，这使得投资者比消费者多了一个独特的优点。因为股票市场的价格随时都在非理性的变化，所以投资者能随时捕捉到重要的机会，以低价买进公司的股票。

华尔街存在的意义是什么？这个问题相当简单，只要你能以低于1美元的价格，买到价值1美元的公司资产或收益就对了。当你买进的股价远低于1美元，你的潜在投资报酬率就越高，亏损的风险也就越小。相对地，你不应支付超过1美元的价格，买进基础价值为1美元的股票。例如，如果公司每股价值50美元，然而股价却是60美元，那么根本就不要理会它。除非该股价跌落至50美元，否则就不考虑购买，而且要跌破50美元，越低越好。在后面的章节我们会证明，根据历史经验，以低廉的价格买进公司股票才能跑赢大盘。其理由很简单，就定义而言，被低估的情况总会有结束的时候，市场早晚会发现错误，并把低估的股价提高至公平价格，且通常都会更高。**逢低买进的理由很简单：增加潜在利润。40美元买进通用电气的收益一**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定比 50 美元买进时要高。获利空间的大小更多地取决于买进股票的时机。卖出只是完成整个买卖过程,并证实你先前的研究是正确的。

原则二:塑造价值

投资者所面对最重要的一项工作是如何评估贱卖的资产。不论是要购买佛罗里达的公寓、爱尔特(Erte)的作品或艾克森石油(Exxon),你必须先对资产的价值有判断。大部分的股票投资人都会承认自己没有一套评估的方法。这些年来我曾与上百位投资者交谈过,我敢说很少有人在购买股票前会去评估公司的价值。有些投资者完全依赖于技术分析;有些人买股票仅仅是因为他们在报纸上读到它,或在电视上听到分析师推荐;有些人买股票仅是因为公司宣布要股票分拆、提高股利或股价创了 52 周新高。还有些投资者十分坦白地说,买进股票只是因为不好意思拒绝他们的经纪人。

不幸的是,大部分投资者花在购物与整理花园的时间,恐怕要比足以能成就或摧毁其财务安全的选股时间还要长。投资要成功必须先做好功课。20 世纪伟大的投资者都不是以平凡的技术图表与凭空臆测来累积财富的,他们潜心研究投资目标,其成就最主要还是得归功于分析的工作。在持有公司的股票之前,他们必须会去了解有关这家公司的一切,包括其经营的产业环境与公司潜力,最后再根据评估结果,订出愿意买进该股票的最高价格。如果不这么做,则形同把投机引进交易过程。投资者不论投入 1 000 美元或 5 000 万美元,如果不勤勉努力,结果就会跟掷骰子没什么两样。尽管买进经纪人所建议或刚分拆的股票,偶尔也能大捞一笔,但是这种获利只能算是运气好,而不能称为技术高明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当估价人员决定资产价值时，他们必须为这个价值与方法提出理由，有时甚至还得上法庭来裁定。差劲的评估一定会遭到有利害相关的第三方攻击，如家族成员、股东、债权人或该公司的律师等。当然，对于个人投资者而言，没有人会质疑你的决定：是否在 65 美元买进卡特皮勒(Caterpillar)的股票、公司发行新债时卖掉手中的股票、等到股价跌破 50 美元再买回来。但是你必须向自己证明投资决定是适当的，并能为自己的决定找到理由。

评估公司可以很严格、也可以很轻松，要视你的情况而定。如果是分析师要评估新上市公司的价值，他一定得严谨地研究该公司运营中的每一个细微差异，但投资者在寻找长期投资目标时，只要花几个小时，即可确切地评估其优劣，相信你将可以在短时间内知道公司是否符合买进的标准。据说巴菲特能在 20 分钟内即可得知他所研究的公司是否值得买进。他所使用的投资方法(详见十五章)相当严格，平均每 100 家公司中有 99 家在短时间内就被淘汰出局。但若他瞄准了几个潜在的投资机会，巴菲特可能会花上几天到几个礼拜的时间研究，以反复验证先前的直觉。

巴菲特使用的方法已广为世界上大多数成功的投资者所采用。他们会全盘评估一家公司，并在买进前就已评估好股票的价值。这些伟大的投资者决不会盲目投资，也不用臆测来处理投资问题。买进前先评估过的公司有下列三项优点：

(1) 能使交易保持一致性。一般的投资者很少会在买股票时设定严格的买卖门槛，因而，他们的交易决策是开放的，这容易导致不良的决策与损失。如果不慎定价值而买进股票，你将可能暴露在许多风险之下，其中之一即是以过高的价格买进公司股票。

(2) 有助于保护自己的投资策略。对投资者而言，明确买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进股票的原因非常重要。那些无法向自己证明应当买进理由的人,一定会不理性地进场买卖。他们习惯提前抛售仍在上升通道的股票,或忽略公司的潜在问题与风险而长期抱定手中的股票。更糟糕的是,他们无法从错误中寻找经验,在买进其他公司时还会不断地重蹈覆辙。

(3) 让你先行确定投资报酬率的标准。如果没有先行决定预期获利,你就应该避免买股票。不要仅因股票在未来几年可能上涨就买进,而是要有一个预期,如未来两年可能涨 50%,5 年能涨 100%,或 15 年能涨 1000%。一旦设定了这类目标,就要尽可能坚持到底。如果决定了该公司的公平价格,就比较容易计算出潜在的投资报酬率。例如,如果你确信该股价被高估了 50%,你就不应该期望未来几年能有战胜大盘的获利。一意孤行可能给你带来亏损。

采用价值投资法并非就万无一失,而且有时你根本就错估了公司的股价。然而,这个方法通常可防止你抢进被高估,且潜在投资报酬率已不高的股票。聪明的投资者应该记得克林顿政府的财政部长鲁宾(Robert Rubin)说过的话:

> 时机好时,人们在评估证券价值时并不会太苛刻(证券价值评估)……。不论最后的结果是什么,投资股票苛刻一点总是稳妥的。
>
> ——引自"Rubin Urges Rigor in Evaluating Market"一文,《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)1998 年 5 月 6 日。

原则三:利用"安全边际"避免损失

你无法避免周期性的亏损,但是价值投资法可以让你把亏损降到最低点。我会在第二章说明,只要能使亏损最小化,即可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得战胜市场的报酬率。事实上各种研究证明，在相对于市场水平的低价位买进股票，长期而言皆能获得优异的投资回报。但是价格多低才合算，并没有标准答案。如果你对自己的评估方法有绝对的信心，只要股价低于你所认定的公平价值即可买进。但为了安全起见，给自己一个缓冲价格，那么这一区间越大越好。格雷厄姆于1949年著文时称呼它为投资者的"安全边际"(margin of safety)。

在古老的传说中，智者最后把人类历史浓缩成简单的一句话："这个也将通过考验。"而对稳健投资的秘诀精炼成四个字，我们大胆提出"安全边际"。这句格言贯穿当前讨论的所有投资策略，这些策略通常都很直接，有时则稍微间接一点。

——引自格雷厄姆所著《聪明的股票投资者》(*The Intelligent Investor*)，Harper & Row，1973年，原作第277页。

如果你认定目标公司每股价值为25美元，你也不应该在价格跌到24美元时抢进股票，这种策略唯有在你的评估完全正确时才管用。你应该给自己预留足够的错误边际，以弥补可能出现的分析错误，或者稍后的信息证明了公司价值比你原先确定的还要低，市场也有可能尚未完成配股，在你买进后可能还会再下跌几元。获利最大化的关键在于善加利用广大市场投资者对公司的漠视，并等待股票大幅跌破公平价值借以保护自己。格雷厄姆曾指出，在事实浮现后，投资者很容易为自己买进的股票找到合理的借口，即使自己曾付出过高的价钱。但是这些理由通常都很主观，充分反映了拒绝认错的心态。投资获利的关键在于你要为自己可能犯的错误预留足够的空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或许，大多数的投机客在试手气时都相信他们会获利，因此他们可以宣称在获利上预留了安全边际。每个人都认为时间对他们买进的股票有利，或者他的技术优于一般大众，甚或他的顾问或系统十分可靠，但是这类说法无法令人完全信服。他们所仰赖的是主观判断，并未获得有利的证据支持，也缺乏确实的理论根据。如果有人以自己认定的涨跌走势拿钱下注，我们相当怀疑他有任何可称得上安全边际的保护。相对地，投资者所相信的安全边际……，其根植于简单、明确且得自统计资料的算术推论。

——引自《聪明的股票投资者》，原作第 283 页。

原则四：采取"估售"观点

格雷厄姆曾说，将投资活动当成是做生意时，是最有智慧的，换言之，投资是没有激情的，只有严格地恪守健全的法则。我向来建议投资者与客户把投资当成是角色扮演的游戏。他们扮演企业主的角色，试图决定公司是否真如报价一样值钱。假如你真富有到足以买下整个可口可乐、麦当劳、大通银行(Chase Manhattan Bank)等企业，你愿意花多少钱买下整家公司？你会用什么标准来评估这些企业？他们的股票是超过价格还是超过价值？我们倾向于认定太过关注个股股价，往往会忽略了公司整体的市场价值是否合理。

在 1998 年 7 月，通用电气每股售价约 96 美元，当时很少有投资者会挑剔这个价格，任何券商的分析只要提到通用电气，都会根据其盈利预测而建议于该价位买进。但是他们的分析忽略了非常重要的一点。通用电气每股 96 美元似乎蛮合理的，但是通用电气所有普通股的市价达 3 100 亿美元，只要支付这个价格就可以买下整家公司。通用电气的价值是否真的超过全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

125 个国家的国民经济生产总值？相比之下，在 1998 年 3 100 亿美元能买下美国 6 家最大银行的所有股票。总体而言，这些银行每年的利润是通用电气的 2 倍。如果说，支付 3 100 亿美元买下一家公司很荒诞，那么以每股 96 美元拥有 100 股的通用电气也是一样荒诞的。

套用格雷厄姆的话：

> 这是十分令人难以置信的事实，华尔街从来不曾问道“这家公司值多少钱？”然而，在考虑买进股票时，这是第一个必须要澄清的问题。如果商人被要求以 1 万美元买下某家公司 5%的股权，那么他心中就该盘算买下整家公司需要 20 倍的价钱，也就是说提议价值为 20 万美元，那么以 20 万美元买进这家公司是否合理？
>
> ——引自格雷厄姆与多德（David Dodd）合著之《证券分析》（*Security Analysis*），McGraw-Hill，1997 年，原作第 493 页。

用此方法来评估一家公司，有助于对公司表现提出适当观点。如果你拥有一家公司，你就拥有该公司每年全额的税后利润与现金流量，但这些就是你的所有，因为市场不买卖未上市公司的股票，你必须依赖公司长期为你赚得的收益来评估其价值。你自然不会以公司股票的单日随机波动来评估其价值。

原则五：长线是金

一百多年来，有关投资的书籍一直警告投资者不要做短线投资。书中给大家的忠告通常是，买进后长期抱牢是最好的策略。它们教导投资者不要理会每季的收益、每日头条新闻，应着眼于大局。20 世纪之初，许多作者警告投资者，不要抢进高估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的银行股票，但无人理会。19 世纪 20 年代末期，投资者把忠告抛诸脑后，把股价寄望在公司未来的预期收益上。同样的情况重复发生于 1968 年、1973 年、1987 年。

在我进入投资领域的这些年来，我亲眼目睹保守的投资者把钱投入热门的生物科技股，只因少数基金经理人对其相当着迷。我也见过投资者把理智抛在一旁买进股票，仅仅因为公司宣布股票分拆，这在 1997 年与 1998 年犹如家常便饭，有时仅因公司实现了预期利润，投资者即抢进。我也见过年迈的投资者从退休存款中拿出 10 万美元甚或更多钱，买进一些他们连公司名称都念不出来的股票，有时他们甚至对公司的产品都全无了解。也有跟我聊过的工厂工人是根据每日的交易量形态买卖股票，还有人随身配戴股票机，免得在市场大单敲进时下错赌注。

他们都尝到了华尔街的万年迷魂酒。只要小酌一口，所有的理智都将消失殆尽。金融业喜欢推出新方法、新"系统"、新解释，诱使你参与这场骚动。但是**唯一证明有效的"系统"则是同时考虑股价与公司经营表现**，事实上也应该如此。就短期而言，任何新闻事件会促使股票的价值起伏不定；长期而言，股票上涨是由于公司的价值上升。研究一再证明，只要算出公司真正的价值并在该价格下买进，你的长期绩效将会战胜市场。以价值为基础的方法，其迷人之处在于一致性，在真实价值之下买进公司股票，不论利率高低、经济增长或衰退、美元强势或弱势都一样有效。也不论该公司是否为分析师、短线交易者、套利者所喜欢。就如同巴森(Roger Babson)曾经说过：时间会证明或推翻每个方法的有效性。

> **许多系统都在运转一段时间后才失效。唯一值得一提再提的方法必须是永久可靠的，不论公司业绩是好是坏、也**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不论市场是对还是错。

——引自巴森所著《*Business Barometers and Investment*》，Harper & Brothers，1951 年，原作第 123 页。

如果价值投资法这么成功，为什么大家不运用它呢？或许就是因为它太简单了。如果华尔街接受了价值选股的优越性，成千上万名支领高薪的经济学家、分析师、策略师、基金经理人与经纪人恐怕统统都要失业了，因为他们的存在建立在买方对他们的崇拜之上。一旦有一天你醒来了，决定要自己投资，也因而能赚更多钱，他们的迷魂酒就会失去效用。另一方面，我们应该感到庆幸，价值投资法并未受到广泛的采纳。如果大家都接受了，它就不再是个适当且有用的策略。一个成功的方法一旦能影响华尔街，并被收录于交易课程中，它便不再管用。这些年来许多所谓的必胜策略都相继失去功效，其原因就在于它们成为大众绩效的一部分。

以道·琼斯股利策略（Dow dividend strategy）为例，即买进道·琼斯工业股票中收益最高股票的策略，在 90 年代中期媒体投注了空前的注意力后，随即失效。数以万计的投资者与许多共同基金依此流行策略改变投资组合，结果他们把高收益的道·琼斯股票股价推得更高，最后稀释掉自己的潜在利润。该策略的创始人欧希根（Michael O'Higgins）后来率先提出要摒弃它，他认为由于该策略大受欢迎，已经无法再提供迷人的利润。

原则六：反向操作

在华尔街赚进大笔财富的策略，既不是被动地拖牢股票、也不是依照技术线图成天搏进搏出。巴菲特、加百列、坦伯顿、索罗斯等投资大师都是善于利用价格被低估的资产，紧抱到其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者发觉自己的错误为止。他们从别人愚蠢的抛售中获利，以远低于真实价值的价格大量购进股票。50年代，巴菲特以乏人问津且市盈率仅为3至4倍的股价大进大出，赚进一笔小财。传奇基金经理人内夫在华尔街抛售克莱斯勒与花旗银行时大量买进。索罗斯在1992年认定英镑会大跌，结果在一夜间几乎赚进10亿美元。彼得·林奇(Peter Lynch)让麦哲伦基金(Magellan Fund)成为传奇，他买进的是同行不屑一顾且不讨喜欢的消费性产品的股票。

要成为成功的价值型投资者，不论世人怎么看待，你必须要能坚持看法，坚守对一家公司价值评估的立场与看法。我曾经买进过一家名为 Continental Homes Holding Co. 的小建筑公司股票，当时根本没人想买。我在市场开盘时买进2 000股，然后等了近两个小时才看到下一笔仅仅100股的交易闪过屏幕，你可以想象我当时应该是多么的不安，在全球60亿的人口中，我是唯一愿意投资这家公司的人，容易紧张的投资者可能立刻就想把股票卖掉了，但我却因为没有人有兴趣而感到相当高兴。没有人注意到这家公司意味着，我可以随时依照我设定的价格买进更多的股票。我做过功课并评估这家公司真的是物美价廉，我估计这家公司每股将超过30美元，目前股价仅为16美元。果真6个月内该股就飙过了36美元，很具讽刺的是，华尔街从未注意过这家公司，直到股价涨过了30美元，又再度高估时情况才有所改观。

只要稍微花点心思，每天都可以找到这类机会。在美国1万家上市公司中至少有2 000家被分析师忽略。没有做过利润预测、单日成交量又低，而且几乎没有基金经理人曾去研究过的这类公司，它们的股价被低估的可能性非常大。较大的公司如果一时失去投资者“关爱的眼神”，偶尔也会变得很便宜。制药股如 Abbott Laboratories，默克等曾在1994年以12倍市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易，这是因为之前几个月投资者过于关注短期新闻事件，疯狂抛售手中的这类股票，而忘了这些公司能快速获利的事实。在1994年Callaway Golf的市盈率仅为11倍，这是因为当时投资者太担心高尔夫市场会达饱和状态。

盲目从众的惨痛后果就如同墓志铭一样，烙印在金融界的每日记录上。高德史密斯(James Goldsmith)曾说，“如果你看到花车才想到加入游行行列，就已经太迟了。”如果你在1996年的酿酒狂热时期(microbrewery craze，编注：美国最新一波自酿啤酒的投资热潮)参与投资，那么往后的三年间你会惨遭亏损。如果你听从分析师的建议，在1995年忽略掉主要的零售业股，那么在1996年至1997年间你会错失该产业最大的一段行情。数以百万计的盲从投资者在1995年囤积了许多网络股与半导体股，结果却眼睁睁地看着退休的美梦在数周间粉碎。在1997年中期，华尔街最优秀的分析师们带领着大众投入钻油公司，当时大部分公司的市盈率已达40倍，三个月后随着原油价格崩盘，连分析师也不敢再建议买进这些市盈率已降至剩15倍的公司股票了。

然而，反向操作的投资者不是机械式地逆势而为，为反对而反对比盲从还要危险。市场对公司股价判断正确与错误的几率一样高，因此你惟一能与大众反向操作的状况为(1)市场对事件的心理反应似乎已到极端；(2)财务资料确认大家都错了。缺乏证据支持时，投资者千万不要与市场对着干。

原则七：忽略市场

若从金融业与媒体以资讯轰炸投资者的角度来看，投资者一天没有进出10次就算是奇迹了。然而，他们发布的资讯大部分都毫无用处，除非你所从事的是当日冲销。成功的投资者一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定要有耐心。他们关心的焦点是公司的成长性，而不是下个月或下一季会发生什么事。本书提供最好的建议，或许就是不要听信经纪人、经济学家、分析师、市场策略师与新闻播报员的话，因为这些所谓的“专家”只会蒙蔽你的判断力。如果你发现市场中有低估价值的情况，买进就行了，不必因为当前的市场局势而犹豫不决。你应该学会分辨真正的资讯与小道消息，而不是把精神耗在美元、利率、通膨、市场“走势”、最新失业率报告、或是道·琼斯工业平均指数200日移动平均线上，这些事件与一家公司是否具备令人难以抗拒的投资价值毫无关系。决定价值最有力的要素在于众人唾手可得的财务报表，公司在市场上的长期表现，这些真实的信息和数据比经济学家与分析师所能告知的更具参考价值。

同样的，市场行情与公司真正的价值毫不相干。惟一能决定价值的是公司的盈利能力，而不是市场期望给这只股票定价的方法。不论标准普尔500指数即将上涨或是陷于调整的阵痛，都不应影响你买卖的决定。太多的投资者因为寻找进场时机，结果反而迷失了自己，并因为所谓的市场专家建议不要买进，而错失买进好公司的时机。更糟的是，他们依照每日跌幅来决定买卖，他们以每股20美元买进公司的股票，如果股价跌到18美元就卖出，他们心想自己犯了错误，但他们惟一的罪过是刚好在卖压出现前买进——不早也不晚。总之只要公司的价值仍然比你所买进的价格高，你应该忽略其他人的反应。

本书接下来的章节将更为深入地探讨这些法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不战而胜

价值投资法

第二章

价值投资法的历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"我们一开始就假设股票市场永远是错的，所以如果你模仿华尔街人士的做法，你注定会表现不佳。"

——索罗斯，引自 Robert Slater 所著《*The Life, Times, and Trading Secrets*》，Irwin，1996 年，原作第 83 页。

许多投资者不幸掉入了华尔街的陷阱。如果他们能稍微清醒地认识到，在选股与长期获利的观念上已经被灌输了错误的思想，相信一定会群起抵制目前所使用的交易方法。

让投资者减少获利的错误观念是"10%法则"，亦即股票每年平均会上涨 10%，这个观点至今仍相当流行。从统计数据来看，这个理论似乎成立。毕竟，如果过去 70 年的资料显示出一致的模式，我们可以合理地认定往后 70 年也会出现同样的结果。不幸的是，事实并非如此，因为股票市场既不合理也无逻辑可言，它不会遵守既定的模式，也很少符合预测。1929 年，投资大众就是被这个简单的"10%法则"所误导，当时市场已接近历史新高，华尔街急忙搬出一堆数据诱使人们长期投资。宣传单上印着此类的规劝字眼："忘了价值评估吧！"和"只要抱牢手上股票，经过二三十年的复利成长，你的退休金就有着落了！"凑巧的是，市场也刚好花了这么长的时间才反弹到 1929 年的高点。相反地，到了 70 年代末期，投资人对买进股票充满质疑，没有人推崇买进抱牢的投资方法，更没有人愿意投入金钱长达二三十年之久。

事实上，今年金融市场发生的事与明年没有关连；过去 10 年发生的事与未来 10 年也不会相干。你不能预期市场会亦步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亦趋地追随一些陈腐的公式,如果你相信股票未来的获利无法以任何准确的方法预测,那么你还算明智。因为盲目追随错误的统计数据而不关心公司本身的表现,投资者注定不会有良好的获利。许多投资者刻意建立精巧的投资组合,摆明了要追求每年10%的获利。为什么投资者会将获利目标设定在10%呢?因为那是市场专家告诉我们可以预期的报酬率。但是**10%法则是个有瑕疵的假设,长期下来将会不知不觉地误导投资者。为达到目标,投资者常会犯三大错误:过度分散风险、忽略分析与选股的重要性、无法适当地检查其投资组合。**

这三大错误是导致投资者无法获得高额利润的原因。如果过度分散风险,你会降低买进股票的标准,相对地会增加风险。拥有庞大投资组合的投资者通常会乱买股票,他们可能先建立一个有5只绩优股的投资组合,然后降低标准,买进25只品质较差的股票。为了达到目标,他们不断购进股票,而不考虑安全、风险、价格与潜在利润,这样一味地买进,自然会产生时间压力。投资者因持有25只以上的股票,而陷入不幸的两难局面:每年必须投入数百小时追踪这些公司;基于权宜之计,则索性不去理会这些股票,以及可能对股价造成负面冲击的各种信息。

为了奠定成功投资的基础,首先你应该放弃10%法则。这个法则只是证券业发明的行销花招与数学神话,目的是要鼓动资金不断地流入市场。市场景气时,它可用来支持"定时定额投资法"(dollar-cost averaging)与无理地把股价追高到天价的论调,甚至用来教导投资者不必理会价格与价值。例如,90年代的主流研究宣称,即使投资者一年只在市场的年度高点投资一次,同样能享有丰厚的获利。当然,这种说法是在市场连涨好几年后才能成立,也惟有如此,这种策略才能吸引投资新手。那些在1929年、1968年、1972年高点买进股票的投资人,最后只能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吟唱悲歌了。

把过去与未来的获利联想在一起是个错误的想法，而且相当危险。标准普尔 500 指数年上涨率虽为 10%，但并不表示未来数 10 年间也都会有 10%的利润。利润可能是 5%、可能是 18%，也可能连续好几年出现亏损，然后才又反弹回升，惟一能证明股票可以一年上涨 10%的例子就只有美国市场。事实上，全世界的股票市场发展，时间还未长到足以能够完整地分析其获利状况，所以我们就以 20 世纪的美国经验，总结出市场的获利概况。这种假设就好比许多科学家不管权不权威，均一致假设：因为人类有头、心脏、手与脚，所以外星人应该也是如此。仅采取一个参考点会使我们看待未知的观点受到扭曲；再者，每年 10%的获利是假设投资者购买标准·普尔 500 指数的股票，然后紧抱着这些股票数十年，将所有股利再投资于这些股票，还必须随时修正投资组合，使其个股所占的比重与指数中个股所占的比重相等，然而此举却不实际，也因此导致所有相关研究失去意义。事实上，大部分投资者的年获利都大幅背离指数，即使他们试图建立"市场均衡投资组合"(market-neutral portfolios)也于事无补。本书第十四章将有详细说明。

好消息是，一旦投资者摒弃 10%法则，他们在设定获利目标时即不再受限。本书目的就是要说服你，不论市场一年上涨 10%、2%或 20%，战胜大盘都是可能的。

战胜市场的重要性是毋庸置疑的。即使你的获利仅仅超越市场一点点，由于复利效应，长期效果将十分惊人(见表 2-1)。假设市场真的一年上涨 10%，投资者若从 1 万美元开始投资，且年获利 12%，那么 20 年后，他赚的钱会比紧盯着市场的人多 43%；30 年后，会多出 72%。如果这位投资者所达成的年获利超过 12%，获利则会更高：若年获利 14%，30 年后会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多出192%;如果能达到16%,30年后会高出391%。创造这些惊人获利的两大力量是时间与投资收益增长率。只要能持续战胜市场,即使只是一点点,都有助于短期获利;长期下来,获利即可大幅激增,这点即是巴菲特成功的秘诀。例如,30年前巴菲特设定的目标为:每年要战胜道·琼斯工业平均指数10%的点数,他不但办到了,而且还使得他的税后利润大幅领先市场。

表2-1 战胜市场的复利优势(起始投资金额为1万美元)

	年收益				(单位:美元)
年度	8%	10%	12%	14%	16%
1	10 800	11 000	11 200	11 400	11 600
5	14 693	16 105	17 623	19 254	21 003
10	21 589	25 937	31 058	37 072	44 114
15	31 722	41 772	54 736	71 379	92 655
20	46 610	67 275	96 463	137 435	194 608
25	68 485	108 347	170 001	264 619	408 742
30	100 627	174 494	299 599	509 502	858 499
35	147 853	281 024	527 996	981 002	1 803 141

注:假设的市场获利率为10%

表2-1同时也显示了落后市场的亏损与超越市场的获利同样触目惊心。若年获利8%,30年后该投资组合会落后标准普尔500指数73%。过去二三十年来持有大量债券或收益型股票的投资者,将会发现自己属于这个族群。虽然他们每年的收益还足以抵销通货膨胀(第五章将会详细讨论这个观点),但已大幅落后于指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，只要几个错误就会让你的投资组合功亏一篑。持有表现不佳的股票太久，或过早抛售绩优股，都会使你的获利落后好几年。投资组合太庞大就难以享有10%以上的获利。投资组合太小(5只股票以下)，在选股上必须逼近完美，5只股票中只要有1支惨遭滑铁卢，即可能导致你落后市场。

印证价值投资法的研究

很幸运，市场也仅有一种方法能够有效地提供超越大盘的收益——价值投资法，让我们再看看一些更可信的证据。价值投资法并没有标准定义，因此其优点也一直难以量化。例如价值基金经理人(译注：指以价值投资法为操盘策略的基金经理人)在评估公司时，一般皆依赖不同的财务数据组合，有关价值投资法优点的研究因而集中在多数经理人所依赖的指标比率上：市盈率、股价账面价值比(price-to-book, P/B)、价格销售比(price-to-sales, P/S)与股利收益率(dividend yield)。这些比率的研究结果显示，使用价值投资法有重要与明显的优点(见第九章有关股利及第十二章价格比率的深入探讨)。

格雷厄姆的净流动资产法

格雷厄姆是最早以分析一般公司品质来分析股票获利可能的人之一。在20世纪30年代初期，他提出所谓的“净流动资产法”(net current asset approach)。这个方法要求买进的股票价格必须低于该公司流动资产(营运资产减去负债)的66%。例如，一家公司的流动资产为每股20美元，流动负债为每股15美元，那么净流动资产为每股5美元(20－15＝5)。如果该股价低于5美元的66%，亦即低于每股3.3美元，格雷厄姆就会买进这家公司的股票。此后20年，格雷厄姆一直使用这个方法管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理私人户头的资金。他的研究显示，在 30 年间以这个方法买进股价低于净流动资产的股票，每年的获利约为 20%，远远超越大盘。

50 年后，纽约州立大学财经副教授欧本爱默（Henry Oppenheimer），于 1986 年重新检视格雷厄姆的原始理论，并发现它仍适用于现代。欧本爱默发现，如果买进股价为净流动资产 66%的股票，自 1971 年至 1983 年获利为 29.4%。相比之下，纽约与美国证交所（NYSE-AMEX）的股票指数在同期间每年只上涨 11.5%。欧本爱默假设投资者每年依这个比率买进股票，并于一年后卖出，为何股价与资产负债表上的流动资产之间的神奇关系能够成立？在后续的研究中，位于纽约的崔第·布隆公司发现，公司以低于流动性资产的比率出售股票，其股价相当于对市场实际评估出的公司售价或流动价值又打了折扣。换句话说，市场已经把该股票的股价打压到比拍卖公司资产还低的价位，这对于一家尚在经营的公司是一种绝对的低估。在这种情况下，股价指日可升。

“三一投资管理公司”1995 年的研究

另一家价值型导向的资金管理公司“三一投资管理公司”（Trinity Investment Management）则发现，股票如果具备低市盈率、低股价账面价值比、高股利收益率等特性，不但收益可以超过市场平均值，甚至能遥遥领先。在一次研究中，他们创造了一个假设的投资组合，内含标准普尔 500 指数中市盈率最低的 30%的公司，并追踪其长达 14 年的盈利表现。每季该投资组合会重新洗牌；排除高市盈率的股票，另代之以一群新的低市盈率股票。该投资组合在这段期间的平均年投资回报为 17.5%，而标准普尔 500 指数为 13.3%。若这 14 年间投资 1 万美元于标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准普尔500指数,将可获利57 441美元;如果以同等金额投资低市盈率的投资组合,获利则可达95 616美元。

第二个研究是标准普尔500指数中股价账面价值比最低的30%的股票。结果获利更好:14年间每年投资回报率为18.1%,而指数为13.3%。

接着,三一公司建立内含标准普尔500指数中股利收益率最低的30%股票的投资组合。这次购买的是每季股利收益率最高的30%的股票,并追踪其至1997年12月止,长达14年的获利表现,结果获利达18.3%,比市场多了5个百分点。于是三一公司综合市盈率、股价账面价值比、股利收益率三项要素建立投资组合,亦即运用这三项比率的组合来挑选标准普尔500股票,结果又再创新高。根据这些比率挑选的标准普尔500股票,于1980年至1994年间股价平均上涨20.1%,每年战胜市场6.8个百分点(见图2-1)。

如果能有这样的获利结果,为何基金经理人不用这些比率多买些股票呢?或许,大部分的基金经理人永远也不会承认选股可以简化到这么单纯的概念,否则无异于承认他们口中的“高级情报”,只不过是不具任何附加价值的商品;另一个原因可能是,基金经理人被迫必须立即有所表现,所以必须选择能够立马即可产生获利的股票。相反地,选择价值股则必须有耐心,尽管价值投资法已经被证实其长期的优越性,但是有些时候,例如,在多头泡沫市场时,它的缓慢成果令人难以接受,因为在多头市场,能获得全场关注的是成长股;第三个原因可能是,能够符合三一投资管理公司选股标准的股票,倾向于集中在少数几个产业中。如果投资者在1996年或1997年选择了低市盈率、低股价账面价值比,且高股利收益率的个股,他们的投资组合将涵盖保险与银行股、石油与天然气合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

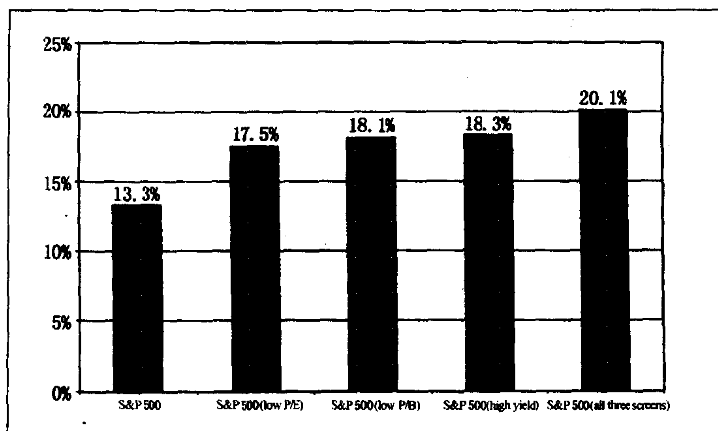


图 2-1　1980 年至 1994 年间标准普尔 500 指数与各比率的年收益率比较

资料来源:投资管理与研究协会(Association for Investment Management and Research)

企业、房地产投资信托(real estate investment trusts)与电力公用事业的股票。很少有基金经理人能够说服投资者,安心地拥有这么集中的投资组合。

三一公司把同样的研究应用在股票市场的其他类股上,例如,小盘股、中盘股与其他非标准普尔 500 的公司,并比较 26 年持股期间的获利。结果也是一样:价值型导向股票的投资收益远远超过市场的平均收益。我在图 2-1 与表 2-2 中归纳了这个研究结果。

三一公司总裁凯德伍德(Stanford Calderwood)进一步对这种差异做出了解释。过去 70 年来,股利大约占投资者年获利的一半。由于许多价值投资策略强调股利,所以倾向于价值投资的经理人不必过分追求资本利得(capitalgains,译注:股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-2　价值股指数与成长股指数的比较(1969 年至 1994 年)

(单位:%)

	标准 500	价值股	成长股	差距
标准普尔 500	10.1	11.4	9.2	2.2
1 000 股指数	10.1	11.4	8.7	2.7
大型股	10.1	10.4	8.8	1.6
中型股	10.1	12.1	8.4	3.7
小型股	10.1	13.3	6.4	6.9

资料来源:AMIR,1995,Proceedings

差)。相反,经理人若希望提高年获利而不借助股利,则只能更加依赖市场的大行情与聪明的选股。数字也许更能说明问题,如果市场一年上扬 9%,价值型经理人购买的股票获利率为 4.5%,他只需要每股平均再有 4.5%的成长即可达到目标。若基金经理人避开了发放股利的股票,他所赚取的资本利得平均必须高出价值型经理人的 2 倍。再者,成长型投资人由于必须依赖对企业业绩的预测,所以很可能损及他们的获利;而价值型投资人却不必面对这个问题。

> 价值型经理人从不依赖不确定的未来。相反地,成长型经理人所使用的资讯则主要是根据预测,然而,数据显示这些预测并不怎么可靠……。价值投资法的焦点在于已知的基本面,它所寻求的并非未来的获利,而是当前的价值:低于市场的股价账面价值比、市盈率与高于市场的股利收益率。价值股的主导要素是有合理正确记录的实在数据……。成长型投资人关心的是收益的预期:预计短期与长期的每股盈利大幅增长,他们也依赖于对市场及整体大盘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势的预测……。学术文献中所包含的各种研究，显示收益预测很不准确。

——引自凯德伍德所著“The Positive Bias for Value Investors in U. S. Equities”一文，*Association for Investment Management and Research Proceedings*，1995年，第4页至13页。

有些人认为价值型投资者表现优于成长型投资者的原因在于心理因素，因为价值型投资者不安心理的程度较低，且股票本身有“回复到平均水准”(revert to the mean)的倾向。Sanford Bernstein的总裁山德斯(Lewis Sanders)曾在1995年的投资管理与研究协会(Association for Investment Management and Research)的年会中提出他的论点。他概述三个有利于价值型投资者的心理因素。*

(1) 对确定性的青睐：投资者“十分钟情于确定的事”。如果投资者发现某金融证券能够提供可预期的获利，他们倾向于不断地超买超卖。然而，事实上，公司的盈利通常无法确定，只不过是投资者自己这么认定罢了。

(2) 不对突发事件过度反应：如同人们蜂拥买彩票一样，殊不知其所提供的巨额中奖几率微乎其微，投资者也会鱼贯买进正常人无法想像的所谓获利资产。1991年与1997年一度热炒的生化科技股、1996年与1998年的网络狂潮、与1996年的酿酒厂狂热等都是骇人听闻的例证。价值型投资者会避免这一类的情况，也因而躲过了后续出现的崩盘。

注：引自山德斯所著“The Advantage to Value Investing”一文，*Association for Investment Management and Research Proceedings*，1995年，第28页至34页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 避害驱利心理：亏损的痛苦通常超过获利的喜悦，因此，如果投资者认为可能会遭受亏损，他们通常不会投资。从这点不难理解为何投资者只在股票上涨时买进，因为价格上涨是一种正确的信息，并能使你觉得自己是明智的一员。换句话说，如果某只股票最近的走势让投资人亏损，基于心理因素，大众多半会避免投资这家公司。然而，获利最佳的投资通常都来自遭众人唾弃的目标。

山德斯宣称这种现象可以由"回复到平均水平"的过程来解释。用一经济学术语描述即"价值回忆"倾向。简单地说，就是"好事变坏；坏事变好"。一只已经没有人感兴趣的"丑小鸭"，最后反而可能变成众人追捧的"白天鹅"。同样地，个股或某个板块被追高到难以支撑的水准，注定要暴跌到其真实价值。由于价值型投资者容易在底部买入，而成长型投资者容易在头部买入，因此，价值投资较适合长期投资。

卓曼：购买低价股

1996 年，卓曼价值管理公司(Dreman Value Management)的总裁，驰名 20 余年的市场分析大师卓曼(David Dreman)，尝试了全然不同的做法。他进行一项研究，测试如果投资者购买各类股票中被严重低估的股票，是否依然能够获得超过市场平均收益的利润。先前的研究范围涵盖整个市场，研究发现买进最低财务比率的股票可以跑赢大势。卓曼发现在其他类股票中也有同样的现象。如果你买进市盈率最低的零售业股票，其获利会远超过最高股价的零售业股票所能达到的获利。卓曼测量了1 500家公司、44 类股票、25 年时间的获利表现(见表 2-3)。其中市盈率最低的 20%的公司，其获利比较容易大幅超越市盈率最高的公司，并战胜市场。到 1996 年 12 月 31 日为止的 27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年间，市盈率最低的20%的公司，平均年收益率为17.7%，相比之下，市场的平均年收益率为15.3%。相反地，如果你买进的是各类股中市盈率最高的公司，那么你的年收益仅有12.2%。17.7%与12.2%间的复利差异是非常惊人的，投资者从1万美元开始，如果购买低市盈率的股票，27年后可以累积大约572 000美元。如果购买高市盈率的股票，以复利12.4%计算，只能使1万美元变成289 000美元而已。

表 2-3 卓曼对低市盈率股票的研究(1970年至1995年的收益率)

(单位:%)

	工业类	整体市场	空头市场的每季收益率
最低市盈率	18.0	18.8	-6.3
最高市盈率	12.4	12.5	-8.6
市场平均值	15.1	15.1	-7.2

资料来源:《富布斯》(*Forbes*,1996年9月23日)

同样重要的是，卓曼也发现了持有低市盈率股票在市况萧条时的内在优点。在下跌时，市盈率最低的股票平均下跌6.3%。相较之下，高市盈率的股票平均下跌8.6%，超跌了37%。根据卓曼的观点，盈亏的基础是:

> 低市盈率的策略可以像运用于整体市场一样用于各类股，……除了单纯地买进市场中最便宜的两成股票之外，你也可以买进各类股中的低市盈率股票，以分散风险。这两种做法各有所长:突发的意外将对你有利而不至于伤害你。
>
> ——引自卓曼所著"A New Approach to Low-P/E Investing"一文，《富布斯》，1996年9月23日，第241页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确，卓曼指出了投资低市盈率股票又一个间接优点：你可以分散投资，并且依然有信心战胜大盘。

奥沙那希与“有效的方法”

如果数十年来的文献一致拥戴价值投资法都还不能说服华尔街人士，那么基金经理人奥沙那希(James O'Shaughnessy)于1997年所发表的报告总算让他们心悦诚服了。奥沙那希不辞辛劳地分析了上百家公司在1950年至1994年间的市场表现，希望能找出真正能持续战胜市场的财务因素。由于分析的范围长达44年，奥沙那希把成长股与价值股表现优于大盘的几个时期连接起来，藉以消除研究时潜在的偏见。例如，成长股在60年代与80年代末期的表现出奇好，而价值股则在70年代与80年代初期表现奇佳。奥沙那希的目的并非要证明哪一个方法更优越，而是他意外发现了一个寓意深远的结果。

如同以前其他的研究人员所提出的，奥沙那希发现买进低市盈率、低股价账面价值比、低价格销售比的股票(价值型基金经理人最常采用的三项比率)，获利必能战胜市场，只不过他是把这种长期优势量化的第一人。

奥沙那希的研究还有其他震撼效应，完全推翻了效率市场(efficient market)的概念(见第三章)。效率市场认定没有任何人或任何投资策略能够长期战胜市场。相反地，奥沙那希写道：

> 市场并没有遵循随机理论〔即效率市场理论(efficient market theory)〕，数据显示，市场所遵循的是那些……。市场不断明确地回馈有特定属性的股票(如低价格销售比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票)，也不断明确地惩罚拥有其他属性的股票(如高价格销售比的股票)。

——引自奥沙那希所著《华尔街致胜秘诀》(*What Works on Wall Street*)，McGraw-Hill，1997年，原作第5页。

奥沙那希首先在买进股票时以市盈率来测试预期盈利。他假定投资者每年买进具有最高与最低市盈率的50只股票，并且随着价值的改变调整投资组合，他发现低市盈率的股票与整体市场的获利表现几乎没有差异。但如果是购买大盘股时，低市盈率股票的表现则大不相同。1952年至1994年间，大盘股的平均年收益率为12.6%，而低市盈率的大盘股获利则达15.5%。若以复利计算，43年下来，2.9个百分点的差异可以让投资组合扩增3倍。相反地，若买进50只具最高市盈率的大盘股，其年投资回报率仅为11.4%。

若依股价账面价值比、股价现金流量比、价格销售比等比率来选股，收益更佳。若以最低股价账面比、最低股价现金流量比、最低价格销售比买进股票，投资者通常能远远超越市场——通常都是2个百分点或更高(见表2-4)。奥沙那希发现差异最大的时候是在公司股价呈低价格销售比时买进。一个由最低价格销售比的50家公司所组成的投资组合，在43年间，每年年投资回报率为18.9%；相较之下，若不考虑价格销售比，是14.6%。如果我们以1万美元为本金，加上43年的复利，买进低价格销售比公司的股票，来看看43年来复利累积下来的获利优势(见表2-5)。奥沙那希发现这种明显的差异是全面性的，不论研究的是价格销售比、股价账面价值比、或是股价现金流量比等都是一样。概言之，低比率导致高获利(见表2-5)，高比率时买进则会带来低收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-4　1 万美元买进低价格销售比股票的复利结果

（单位:美元）

年	所有股票为 14.6%	低价格销售比股票为 18.9%
1	11 460	11 890
5	19 766	23 763
10	39 070	56 470
15	77 227	134 192
20	152 648	318 887
25	301 728	757 786
30	596 401	1 800 759
35	1 178 858	4 279 223
40	2 330 154	10 168 905
41	2 670 357	12 090 828
42	3 060 229	14 375 994
43	3 507 023	17 093 057

资料来源:奥沙那希所著《华尔街致胜秘诀》

表 2-5　各项比率与收益的比较(1952 年至 1994 年之平均年收益)

（单位:%）

所有股票	14.6
最低股价账面价值比的 50 支股票	17.5
最高股价账面价值比的 50 支股票	11.9
最低股价账面价值比的 50 支大型股	16.3
最高股价账面价值比的 50 支大型股	12.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

最低股价现金流量比的 50 支股票	17.1
最高股价现金流量比的 50 支股票	10.8
最低股价现金流量比的 50 支大型股	16.5
最高股价现金流量比的 50 支大型股	12.0
最低价格销售比的 50 支股票	18.9
最高价格销售比的 50 支股票	8.2
最低价格销售比的 50 支大型股	15.7
最高价格销售比的 50 支大型股	11.0

资料来源:奥沙那希所著《华尔街致胜秘诀》

1994 年至 1997 年的多头市场:成长股倍受关注,但价值股仍大获全胜

我们不禁质疑,三一公司、卓曼、奥沙那希与其他人研究发现的获利表现是否不寻常,或是市况比较单纯时才会产生这样的结果。尽管诸多有说服力的数据证明了长期下来战胜大盘是有可能的,可是许多研究人员至今仍不相信。对他们而言,过去所有实例(亦即长期而言可以战胜市场的现象)都已失效。现在有数以百万计的投资者盯着市场,每个人都可以通过电脑在几秒内取得公司的资讯,也就不再可能获得非凡的投资回报。然而,我可以笃定的说,卓曼与奥沙那希所发现的结果依然存在。为了证明该套方法依然有效,我测试了在历史上最强劲的多头市场,即 1994 年 11 月至 1997 年中期这段期间,并发现了十分类似奥沙那希自 1950 年代初期以来所发现的结果。

90 年代中期,数百篇文章预言价值投资法的末日即将降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

临，并鼓吹成长学派与动能学派的投资法。然而，1994 年年底到 1997 年年中这段时间表现最好的股票是，股价处于最低市盈率、最低股价账面价值比与价格销售比的股票（见图 2-2）。1994 年 12 月 1 日，即共和党赢得国会控制权后三周，我开始筛选标准普尔 500 股票，同时股票市场亦开始了为期三年的多头走势。我持续追踪这些公司到 1997 年 6 月 1 日为止的表现，在这 31 个月期间，指数上涨幅度高达 85.3%。这段时间，市场上获利最多的是以价值投资法买进的成长股，而非以高市盈率买进的成长股。在 1994 年 11 月具有最低市盈率的标准普尔 500 股票，在获利能力上遥遥领先其他股票。市盈率在 7 倍以下的股票，这段期间的平均获利为 228.3%，与此相较整个指数的平均获利率只有 85.3%。市盈率在 7 倍至 10 倍之间的股票，平均获利率为 100.4%。然而，如果投资人买进高市盈率的股票，

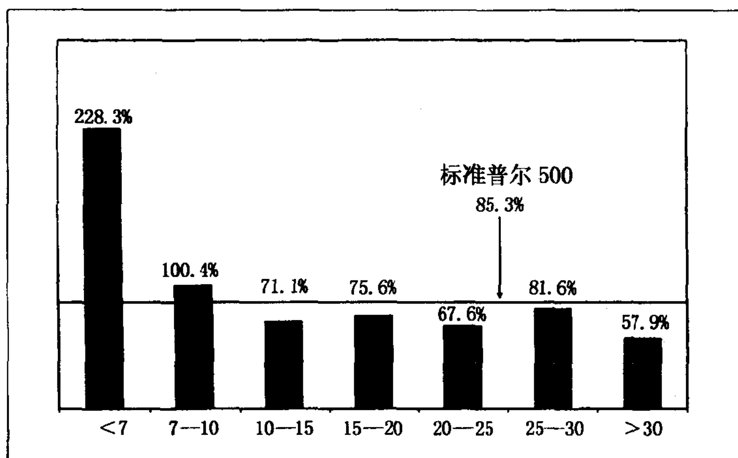


图 2-2　1994 年 12 月至 1997 年 6 月间标准普尔 500 股票的表现
（不同市盈率的获利比较）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利即大幅下滑。1994 年 12 月 1 日市盈率超过 30 倍的标准普尔 500 公司,在接下来的 31 个月间,平均获利只达 57.9%。在一般的市况下,这种获利表现可以算是很突出;但是若在 1994 年至 1997 年间,这只能算是二流的表现。因为投资者支付太高的价格购买公司股票,获利不佳是自找的。

在同一段时间,测试大盘股的股价账面价值比时,仍然获得同样的结果。1994 年 12 月 1 日,以低于净值(股价账面价值比比率小于 1.00)买进的标准普尔 500 股票,至 1997 年 6 月 1 日平均获利 152.1%,几乎为指数获利的 2 倍。若以高股价账面价值比买进的话,获利将大幅滑落;而股价账面价值比介于 2.00 与 2.49 之间的股票则不在此列。这个区间的股票除包含许多科技公司,如英特尔、思科系统等正处于收益成长爆炸期的公司,也包含了许多的行业龙头企业,由于预提费用的调整,它们的账面价值被刻意地压低了,等于是提高股价账面价值比(见第十一章有关账面价值比率的详细解释)。

1994 年至 1997 年间,价格销售比与收益率之间的关联度不大。事实上,高价格销售比的股票反而有超越整体指数的表现,唯一可能的解释是,高科技公司的股价强劲上扬,而这些公司的股价永远都是高价格销售比。然而,在 1994 年底具有最低价格销售比的股票依然达到近 100% 的平均获利,战胜指数 14%。

事实上,我们从这个实验得到一个结论:以折价买进成长股绝对划算。在 1994 年至 1997 年间,确保战胜市场最好的方式是,尽可能以最低市盈率、最低价格销售比、最低股价账面价值比买进股票。反对人士可能会指出导致价值型股票表现较好的其他原因。回想 1994 年,金融股重挫后,形成一个大底,并随着利率下降展开惊人的多头走势。许多金融公司如大通银行、摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根银行(J. P. Morgan)、美林证券(Merrill Lynch)、富国银行、CIGNA、第一芝加哥银行(First Chicago)与数十家区域银行,在1994年的市盈率都在10倍以下。到了1997年中,市盈率多已增加了1倍以上,例如,区域性银行的市盈率通常是20倍。利率下降后,银行收益开始狂飙,投资者顺势将这些公司的股价不断推升。同样地,许多景气指标股在1994年时,股价市盈率也在10倍以下,不过萧条的恐惧挥之不去,有些甚至持续到1997年。很明显的,这些股票受到预期偏见的影响。

回顾几类涨势最凌厉的股票,我们可以肯定的说,市场再度强化了价值投资法的核心理论:不要理会预测,应在大众摒弃好股票时买进。如果投资大众没有在1994年不顾一切地抛售手中的好股,银行股与诸如杜邦、卡特皮勒和福特等景气指标股很可能就不会在1995年至1997年间飙涨。福特与其他重工业股票在1994年一跌再跌的原因是,投资者害怕一场从未有过的萧条即将来临。随着经济持续增长,大众才了解到他们不应该蜂拥投资汽车类股,导致股价迭创新高。银行股在1994年初期惨跌的原因是联邦储备委员会(Fed)数次调高利率、倍受瞩目的联邦预算赤字(最后赤字缩小了)、通货膨胀(只是昙花一现)以及预期经济增长将减缓(实际从未发生)。

传闻中的证据不可忽视

价值型投资者的投资记录足以证明这个方法的优越性。许多20世纪伟大的基金经理人与今天市场上表现最优异的基金经理人大都来自价值投资阵营,这个现象绝非巧合。几乎所有能够持续战胜市场的基金经理人所使用的方法,皆衍生自65年前格雷厄姆所归置的投资蓝图。

1984年,巴菲特应邀至哥伦比亚大学演讲,庆祝格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与多德合著的《证券分析》出版 15 周年。演讲的主题是："金融市场是否真如学界所宣称的是效率市场?"多年来学术界一直把巴菲特与其他价值型投资者归为"异类"，也就是说，他们之所以致富纯粹是因为几率而非智力。对于那些对巴菲特颇有微词的学者而言，巴菲特不过是 1 000 万个掷铜板的人当中，惟一一个连续掷出 15 次人头的幸运者。巴菲特驳斥了这种看法，他问道：如果他的成功纯粹只是几率，那么这些学者应如何解释最成功的投资者都会学习格雷厄姆的价值投资法这项事实？巴菲特强调，这个现象绝非是统计上的巧合：

> 在这群我认为最成功的投资人当中，其共通的智慧都传承自格雷厄姆。但当他们离开智慧殿堂后，运用了不同的方法尝试自己的运气，他们到不同的地方买卖不同的股票与公司，然而他们获得了共同的绩效，这不能只以单纯的几率来解释……。受格雷厄姆与多德两人智慧教化的投资人所使用的共同方法是：他们寻求公司价值与市场价格之间的差异……。用不着说，我们的格雷厄姆—多德学派的投资人不会讨论金融资产定价模型的贝它值(β)；或是证券获利的变异参数(covariance)，因为他们对这些主题不感兴趣。事实上，大部分人还不知道该如何定义这些术语，这些投资人只关心两个变数：价格与价值。
>
> ——引自《聪明的股票投资者》，原作第 293 页至 294 页。

事实上，伟大投资者与一般人的不同之处在于，他们愿意避开华尔街强加给社会大众的种种教条与理论。有趣的是，许多伟大的价值型投资者并非来自纽约，他们也不认为需要住在纽约或其他金融中心。他们来自美国各地的中型城镇，以他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法与华尔街抗衡，并在喧嚣的华尔街几百英里外学会了“耐心”这一品格。

普莱斯的攻击性价值投资法

自 1974 年毕业于奥克拉荷马大学后，普莱斯即就职于海恩(Max Heine)所成立的海恩股票型基金(Heine's Mutual Shares fund)公司。两人研究出一套充分挖掘价值被低估公司的方法，并以收购被清算拍卖的公司，快速获利。数年后，普莱斯的选股方向渐渐转向具有营运能力的大盘股，但是他依然锁定被大幅低估的公司。普莱斯的作风相当冷酷无情，由于同时管理好几个基金，他会在个别公司持有很重仓位，然后强迫管理阶层进行他认为能推升股价的改变。1995 年由于他的幕后操控，大通银行和华友银行(Chemical Bank)被迫合并。他稍后对阳光公司与道·琼斯公司的管理阶层也采取类似具有侵略性、但最终是有利的做法。

当他撤换公司的高级经理人后，股价随即上涨，在其基金规模不大时，普莱斯将焦点集中在小盘的、被低估的公司与垃圾债券(junk bonds)。然而 90 年代中期，随着资金的不断扩充，他开始将更多的资金转而投入到成交量更大的大盘股，如通用汽车、阳光公司、摩里斯、道·琼斯以及麦当劳。从 1990 年至 1997 年的 8 年间，他的旗舰基金——共同股票 Z(Mutual Shares Z)基金的业绩，几乎超越了所有的基金经理人(见表 2-6)。

表 2-6 首席价值基金经理人的操作业绩

(单位：%)

基金名称	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
普莱斯	-9.8	21.0	21.3	21.0	4.6	29.1	20.8	26.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

基金名称	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
加百列	−5.8	18.1	14.9	21.8	−0.2	24.9	13.4	38.1
雪　弗	−10.1	40.9	18.7	24.0	−4.3	34.2	23.2	29.3
卢内 & 康尼夫	−3.8	40.0	9.4	10.8	3.3	41.4	21.7	42.3
内　夫	−15.5	28.6	16.5	19.4	−0.1	30.2	—	—
标准普尔 500	−3.1	30.5	7.6	10.1	1.3	37.5	23.0	33.4

资料来源：晨星公司(Morningstar Inc.)

内夫的“愁苦价值”法(Woebegone Approach)

内夫曾领导目前已成为先驱集团(Vanguard family)一部分的温莎基金(Windsor fund)长达 31 年，并使该基金在他于 1995 年 12 月退休前成为市场表现最优异的基金之一。在这 31 年间，温莎基金战胜标准普尔 500 指数达 21 次，其平均年收益率为 13.7%，而指数仅达 10.6%。内夫不修边幅的作风反映了他出身俄亥俄州的背景，他同样蔑视华尔街拼命三郎似的买卖股票方法，他把资金集中在他声称的“乏味与愁苦”的公司上，也就是没人注意的，经理人不疼、媒体不爱的公司。内夫在托勒多大学(Toledo)求学时，学习并接受了格雷厄姆的方法，此后即不曾背离大师的教诲。同格雷厄姆一脉相承，内夫会寻求确定的利润，买进公司股利高于市场平均的股票，这个策略反映了他的保守，并使他可以不依赖多头市场与资本利得来维持优秀的业绩。

内夫任职基金经理人期间，基金总体获利约有 40% 是来自股利。师承格雷厄姆，内夫也很重视公司的资产负债表(如债务水平、流动性、资产报酬率)，而且不论市况或公司成长率如何，他都不愿意买进高市盈率的股票。有时候他也会嗅到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场低点，如在20世纪80年代，当汽车、航空与银行股穷途末路时他即是大笔买进。内夫拥有过人的耐心，如果公司的潜在价值需经多年方能提升，他通常仍会抱持该公司的股票不放，直至市场将公司股票推升到公平的价格，他才卖出手中的股票。

加百列的“分离价值”法

位于纽约的加百列资产管理公司(Gabelli Asset Management)创办人加百列是位坦率的人，也是业界最精明的企业评估师。这项能力得益于他早期曾任职汽车零件与广播界的产业分析师。目前广播依然是他的专业领域，加百列不排斥旗下的基金买进媒体、广播与现金流量大的电话服务公司。出生在纽约北部Bronx地区的加百列，是个脚踏实地的分析师，他推崇以未来现金流量作为评估公司的基础，然后再决定未来几年该股票是否能涨到符合其现金流量价值的水平。除了综合运用各类价值投资方法外，他也格外重视管理阶层的素质与其他无形的因素。

加百列专精于分离分析法(break-up analysis approach)。他以公司主要部门的单独售价作为评估公司价值的基础，试图找出能在两年内获利50%的公司股票，他也喜欢抱牢持股至少两年，让市场有时间能修正公司股价。格雷厄姆与其他早期价值型投资者长于年度报告的研读和精准的分析，并懂得避开谣言，而加百列的勤勉则更是出名，在投资前他会尽其所能地收集公司或产业的各类资讯。

雪弗的“相对价值”法(Relative Value Approach)

成长于印第安那州，身为雪弗资本管理公司(Schafer Cap-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ital Management)创办人与强壮雪弗价值基金(Strong Schafer Value fund)经理人的雪弗(David Schafer),恪守既定的投资原则,在1990年创下令人称羡的投资业绩。雪弗习惯把焦点集中在大盘股,而且相信小而美的投资组合。他的基金特色是大盘股的持有数量不会超过30只至35只,且每只都占有相同的比重。他的成功秘诀是自律以及找出最成功的公司、精选最具成长前景公司。

雪弗的基本策略是,寻找收益成长超过标准普尔500指数但市盈率却低于指数的公司。如果指数水平是市盈率20倍,而指数成分股的收益是以10%的速度成长,雪弗即在指数成分股中寻找市盈率低于20倍且收益成长至少10%的公司。这个策略若成功,其盈利就能远远超越指数。

卢内与水杉基金

卢内(William Ruane)从1970年开始,与康尼夫(Richard Cuniff)共掌水杉基金(Sequoia Fund)。卢内运用的价值投资法与多数同行相同,类似于巴菲特的投资形式。当时巴菲特刚刚结束投资合伙公司,但想为其客户推荐一只基金,他们两人于是在巴菲特的指示下创立水杉基金。事实上,卢内与康尼夫在他们的基金中选择了许多与巴菲特为伯克希尔公司所购买的相同的股票。基金的绩效证明了他们的忠心是明智之举,到1997年12月为止的15年期间,水杉基金的复合年获利率为19.5%,几乎超越了标准普尔500指数2个百分点。

卢内与康尼夫习惯于持股4～5年,以使赋税负担降到最低,并让股票有足够时间上涨。大部分情况下,该基金持有的股票通常不会超过20只,而且每只股票大概都会持有好几年。该基金1997年持股比例较高的有:伯克希尔、联邦房贷公司(Fed-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

eral Home Loan Mortgage)、富国银行、迪士尼、强生、哈雷摩托、Fifth Third Bancorp 及 Region's Financial Corp. 等。从这个名单可以看出，卢内与康尼夫所持有的是拥有许多加盟店的大盘股。该基金优异的表现吸引了大笔资金的注入，结果到 1982 年累积了 3 亿 5 000 万美元的管理资产，使卢内与康尼夫的水杉基金不得不停止接受新投资人。

史劳斯的"斯巴达式"投资法(Spartan Approach)

纽约的基金经理人史劳斯(Walter Schloss)兼具格雷厄姆清教徒式的分析方式与巴菲特斯巴达式的作风，他缔造了 40 年来在所有投资者中最成功的投资业绩。从曼哈顿的一间小办公室起家，现年 81 岁的史劳斯与他的儿子爱德温(Edwin)，自 20 世纪 50 年代以来持续跑赢大势，他们所使用的只是最基本的交易工具：年报。这些年报是最佳的例证，它们可以证明如果能够规避风险而不让资讯误导我们的判断，小额投资者也能战胜市场。史劳斯十分坚守格雷厄姆的法则，买进股价低于账面价值的公司股票，并持有股票到市场发现错误为止。史劳斯认为投资成功的关键在于，正确地评估公司资产，因为各公司能透过会计调整轻易地操纵获利。如同格雷厄姆，史劳斯不相信公司的收益预测或管理阶层的鼓吹，在投资之前，他会避免与公司联络。

尽管 20 世纪 70 年代是有史以来市场最不景气的时期，史劳斯惊人的操作绩效仍使他成为 20 世纪最杰出的基金经理人之一。直到 1997 年为止，史劳斯的复合年利率为 20%，而市场仅为 11%。史劳斯父子以合伙方式经营基金，收取获利的 25% 作为管理费，但在赔钱的时候是不收费的。表 2-7 显示的是不含管理费的年度业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-7 华特与爱德温史劳斯股份有限公司

(Walter & Edwin Schloss Ltd.) (单位:%)

年度	获利率	标准普尔 500	差距	年度	获利率	标准普尔 500	差距
1956	5.1	6.6	-1.5	1977	25.8	-7.2	33.0
1957	-4.7	-10.8	6.1	1978	36.6	6.6	30.0
1958	42.1	43.4	-1.3	1979	29.8	18.4	11.4
1959	17.5	12.0	5.5	1980	23.3	32.4	-9.1
1960	7.0	0.5	6.5	1981	18.4	-4.9	23.3
1961	21.6	26.9	-5.3	1982	24.1	21.4	2.7
1962	8.3	-8.7	17.0	1983	38.4	22.5	15.9
1963	15.1	22.8	-7.7	1984	6.3	6.3	0
1964	17.1	16.5	0.6	1985	19.5	32.2	-12.7
1965	26.8	12.5	14.4	1986	11.9	18.5	-6.6
1966	0.5	-10.1	10.6	1987	20.2	5.2	15.0
1967	25.8	24.0	1.8	1988	29.8	16.8	13.0
1968	26.6	11.1	15.5	1989	2.2	31.5	-29.3
1969	-9.0	-8.5	-0.5	1990	-12.8	-3.2	-9.6
1970	-8.2	4.0	-12.2	1991	31.1	30.4	0.7
1971	25.5	14.3	11.2	1992	9.2	7.7	1.5
1972	11.6	19.0	-7.4	1993	20.2	9.9	10.3
1973	-8.0	-14.7	6.7	1994	11.4	1.3	10.1
1974	-6.2	-26.5	20.3	1995	21.2	37.5	-16.3
1975	42.7	37.2	5.5	1996	16.6	23.0	-6.4
1976	29.4	23.8	5.6	1997	22.6	33.4	-10.8

资料来源:华特与爱德温史劳斯有限公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆的忠实门徒崔第布隆

自1958年格雷厄姆的门徒内波(Tom Knapp)离开导师，加入布隆家族的投资公司以来，位于纽约的崔第·布隆公司的合伙人，一直都履行格雷厄姆的方法。崔第·布隆依然是彻底贯彻格雷厄姆严格的自律法则，买进股价低于公司净流动资产与账面价值的股票。这家公司特别关注被低估的小盘股，并特别喜欢听从内线人士的意见。如同格雷厄姆，崔第·布隆的合伙人不喜欢买进高市盈率的股票，他们想找的股票是盈利报酬率(市盈率的倒数)优于公司债券收益率的股票。使用这种“安全边际”法，崔第·布隆自20世纪70年代中叶以来一直保持优异的投资收益。如果1975年以1万美元投资他们的股票组合，到了1995年能成长到36万美元；若投资标准普尔500指数则只达15万8 000美元。在1993年12月，崔第·布隆公司的合伙人成立了公开上市的开放型基金——Tweedy, Browne American Value。而今，该基金已成为少数能紧抓着狂热市场脉动的公司。

布朗德斯与现代格雷厄姆

圣地亚哥的基金经理人布朗德斯(Charles Brandes)，自1974年起即一直坚守格雷厄姆与多德的价值评估法则，取得了骄人的投资业绩。布朗德斯本身也是位知名作家，他选择的投资目标是股票市价大幅低于其内在价值的公司。他和格雷厄姆一样，搜寻公司时也寻找大幅的安全边际，也愿意持有股票3年甚或更久，以便让股票充分发挥涨升的潜力。他强调必须持有具备低股价账面价值比、价格销售比、市盈率的股票，且盈利报酬率必须比公司债收益率高。与其他价值型导向经理人不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，布朗德斯在买进股票时即会设定卖出目标，并且相信一旦股票涨回到公司的内在价值就应该卖出。在 20 世纪 90 年代中叶以成长为导向的股市中，布朗德斯与其他许多价值型导向经理人一样难以跟上市场脚步。即使如此，若在 1980 年以 1 万美元投资他的全球股票基金(Global Equity account)，在 1997 年底将可获得近 24 万 1 000 美元；而同样的资金投资在标准普尔 500 指数则只有 17 万 3 000 美元(见表 2-8)。

表 2-8　布朗德斯——全球股票基金　(单位：%)

年　度	获利率	标准普尔 500	差　距
1980	34.3	32.5	1.8
1981	13.6	−4.9	18.5
1982	29.9	21.5	8.4
1983	39.9	22.7	17.2
1984	7.1	6.3	0.8
1985	35.6	31.8	3.8
1986	20.9	18.7	2.2
1987	−2.5	5.3	−7.8
1988	26.0	16.6	9.4
1989	13.1	31.7	−18.7
1990	−11.8	−3.1	−8.7
1991	37.1	30.5	6.6
1992	12.2	7.6	4.6
1993	39.7	10.1	29.6
1994	−0.2	1.3	−1.5
1995	20.8	37.5	−16.7
1996	22.4	23.0	−0.6
1997	27.6	33.4	−5.8

资料来源：Brandes Investment Partners L. P.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的“价值成长”法

屹立于群山之巅的是来自内布拉斯加州，曾在 20 世纪 50 年代为格雷厄姆工作的巴菲特。他拥戴价值投资法，并创下令人印象深刻的投资业绩。巴菲特天生擅长评估资产价值，也善于发掘价格被低估的股票，他在 1957 年开设投资合伙公司(private investment partnership)，其所凭藉的是，自己投资 100 美元、家庭朋友集资 10 万 5 000 美元、以及能战胜市场的信心。1969 年，巴菲特宣称他再也无法找到足够的被低估的股票，因而结束了合伙公司，留下了长达 13 年可能永无对手的选股传奇。巴菲特连续 13 年以极大的优势，战胜所有主要市场指数。

我们会在第十五章详谈巴菲特的“价值成长法”(Growth at a Value Approach)，他融合价值法与成长法，买进价值被低估的绩优成长股，长期下来不但能够战胜通货膨胀，而且还为自己赚进 350 亿美元的财富。早期创业时，他以市盈率 3 倍至 4 倍买进工业股票获利。稍后，他以位于奥马哈市(Omaha)的伯克希尔为掩护，买进足以控制公司的股票数量。拥有这些公司的所有权后，巴菲特进一步获得了投资所需的大量现金。随着伯克希尔的持股价值成长，巴菲特转为长期投资策略，将全副精神集中于大盘股，如美国运通银行、富国银行、迪士尼、吉列(Gillette)与可口可乐等。如果在 1957 年投资 1 万美元于巴菲特原有的合伙公司，到 1969 年为止大约可成长至 289 000 美元。同样的金额若投资于道・琼斯工业指数，仅能回收 25 000 美元(见表 2-9)。

表 2-9 巴菲特合伙公司 13 年的投资业绩 (单位:%)

年 度	获利率	道・琼斯工业平均指数	差 距
1957	10.4	−8.4	18.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年　度	获利率	道·琼斯工业平均指数	差　距
1958	40.9	38.5	2.4
1959	25.9	20.0	5.9
1960	22.8	−6.2	29.0
1961	45.9	22.4	23.5
1962	13.9	−7.6	21.5
1963	38.7	20.6	18.1
1964	27.8	18.7	9.1
1965	47.2	14.2	33.0
1966	20.4	−15.6	36.0
1967	35.9	19.3	16.6
1968	58.8	7.7	51.1
1969	6.8	−11.6	18.4

资料来源:巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

战胜不理性的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"如果市场总是有效率的，我将会流落街头，沿街乞讨。"

——巴菲特，引自《财富杂志》(*Fortune*)，1995 年 4 月 3 日，第 69 页

在投资界，当你具备对抗主流的智慧，你的获胜机会就会增加，不论这些看法是多么地根深柢固。应用价值投资法时，必须有能力在大众疯狂买进时卖出；大众疯狂卖出时买进，甚至在事情越来越好时抱有怀疑的态度，即使是老练的投资者，要做到这一点都相当不容易。这就好比看到吃角子老虎机一个小时内连爆 10 次大奖，或股票两个月来大涨 1 倍，而你却要限制自己不要进场投资一样。

本质上，价值投资法不仅仅是一套方法，它也是一种人格特质，是由经验、知识与渴望投资获利所形成的心理状态。单纯的价值型投资者必是单纯的价值搜寻者，他对好商品，不论是晚餐、肥皂、新车、房子或新衣，都不愿支付超额的价格。

如何分辨价值型投资者与非价值型投资者的不同呢？从日常生活中即可显示两者的区别：

- 价值型投资者会去租一盘 3 美元的录影带，而不会跑到电影院去买一张 7.5 美元的电影票。
- 价值型投资者会等待丰田或福特新车折价促销时换车，而不会在大家都想要买时多付 2 000 美元。
- 价值型投资者会购买一盒 3.5 美元无品牌的麦片，而不会买一盒 4.99 美元的品牌麦片。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 价值型投资者会在春天时，以 5 折买进冬衣，而不会在冬天时跟着大家一样冲到商店高价抢进。

● 价值型投资者不会购买标价 30 美元的班尼填充玩具(Beanie Baby)，而会买进一样同样能让小孩很高兴的一般玩具。

这些消费行为模式与投资有何关连？的确有关！上述各例中，价值型消费者会去寻找低价买进的机会，或去找价格较低的替代品，我们不应将这类行为视为贪小便宜。相反地，他们反映了不愿意为商品支付超过“公平市价”(fair price)的思想。当然，公平市价这个概念难以捉摸又十分主观，要设定公平市价，就必须在买进前判断商品的价值。在决定租录影带而不去看电影时，消费者必须事先认定 7.5 美元太贵，而 3.5 美元是可以接受的。同样地，消费者不会购买标价 22 000 美元的 Taurus 汽车，但两个月后价格变成 2 万美元，他们会认为这个价格相当合理。

事实上，上述例子都有相通之处：以低价买进好商品，或者买进同质的替代品，这比高价买进同样的东西要实惠。

股票市场是人们追求更高价格的地方

股票市场是个怪异的地方；是世界上惟一能让投资者买到比合理价值更昂贵的东西，反而会让他们觉得更有安全感的地方。他们从其他投资者的行为中寻求认同感，买进大家都想要的股票，他们被教导在技术面走强时买进股票，也就是那些收盘价创新高、成交量放大或突破移动平均线的股票。股票市场也诱使他们只使用股价来衡量公司市值，对多数投资者而言，股价上扬代表公司内在价值较好；反之，股价下跌表示内在价值恶化。

股票市场是这些错误观念的滋生地。为了让世界各地的人都能买到金融商品，华尔街提供了上千种金融品种，每日不断变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动价格，就像一座巨型的供求旺盛的股票跳蚤市场。没有任何价格能维持数月以上。在一分钟内，惠普电脑（Hewlett-Packard）股票从每股 60 美元上涨至每股 61 美元；两天后，每股可能变成 65 美元、64 美元、或 54 美元。在股票市场上，价格是变换无常的，而每个人不论是买方或卖方，都有机会设定愿意交易的价位。在这个市场上没有后备仓库（SKUs），没有结账区，也没有到下周日截止的换季拍卖，商品仅根据前一个人所认定值得的价格买卖。

古代，“公开喊价”市场相当兴盛，人们在大型户外场地买卖鱼类、香料、丝绸与动物。这类市场可以吸引买卖双方到同一地方交换资讯并比较商品与价格，若就这点而言，它们的确相当“有效率”。但是这类市场向来不理性，也从来不会理性。价格是由市场决定的，受供需左右，也因买卖双方对品质与风险的“观点”不同而有不同，因买卖双方事实上并未拥有相同的信息，所以，他们会面临经济学家所谓的“不对称信息”（information asymmetry）困境。波斯地毯的卖方可能知道地毯早已供过于求，而且 50 英里外的仓库还有一大堆存货，不知情的买方可能会以过高的价格买到地毯。相反地，1955 Mickey Mantle 棒球卡的卖方可能不知道该卡的稀有性而仅以 100 美元卖出，但是精明的买方实际愿意支付的金额为 5 000 美元。同样地，买方可能愿意高价买进玉米，因为他们知道有暴雨预报，该地区的作物可能会因暴雨灾害而变得稀缺。

许多人相信股票市场不会像昨日的香料市场一样，股市是理性的、股价是有效率的，根本不会有便宜货存在。该理论认为，全球数百万人都在研究股市，没有股票的股价能高于或低于其真正价值；因为若是发生类似情形，投资者会很快发现其间的价差，并把股价推向合理价格。这个论点最早于 50 多年前提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，此后即一再被提出讨论。但是说得最动听的，莫过于经济学家暨诺贝尔奖得主萨缪尔森(Paul Samuelson)：

> 如果聪明人不断在市场寻求好价值，卖出他们认为已经被高估的股票，买进他们认为现在被低估的股票，这些智慧型投资人的行为将会使当前已有折价的股票，反映出其未来的展望。因此对被动的投资人而言，尽管他们本身不去寻找被高估或低估的股票，还是会面临这种股价模式，即买进两支股票的结果是相同的。对被动的投资人而言，随意投资与采用不同的选股方式，其结果一样。
>
> ——引自莫基尔(Burton G. Malkiel)所著的《漫步华尔街》(*A Random Walk Down Wall Street*)，W. W. Norton & Co.，1990 年，原作第 182 页。

萨缪尔森主张投资者不可能从预估股票买卖的时机中长期获利，因为股价不可能长期被错估。因此以价格与成交量资料预测买卖股票时机的技术分析及基本面分析通通都没有用，无法让投资人获利。近年来的市场分析师推广萨缪尔森的论点，他们宣称股市有完美的理性与效率，所有的股价都充分体现了公司的所有信息，反映出众多投资者对公司展望的共识。因为这些共识包含了公司的所有相关资讯，它的结论不可能会出错，所以不论任何时候，股价会反映公司的内在价值。因此根据“有效市场理论”，像 IBM 这样的股票不论是市盈率 20 倍或 12 倍都无关紧要。这两种情况下，IBM 的股价都是买卖双方理性互动所获得的，理论上双方都拥有足够的资讯可以公平地评估 IBM 的价值。

这自然引发一个问题：公司的市盈率有时是 20 倍，有时又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是 12 倍,怎么可能有公平价格呢？根据有效市场理论的说法,这种近乎随机波动的股价水平,可以解释成某些事件会增损 IBM 的内在价值：利率可能改变；经济可能走下坡；电脑产业可能正经历存货失调；电脑需求可能不断上升；IBM 可能开除总裁等等。每则有关 IBM 的新资讯及对 IBM 的冲击都立刻会被市场投资者吸纳,股价也随之改变。这些讯息综合起来可能使 IBM 的内在价值在短短几个月内大幅下滑。因此惟一合理的假设是,IBM 股价下跌反映的是内在价值的崩溃。

有效市场理论也有其优点。就交易行为而言,交易所本身倒是相当具有效率机制。投资人随时都可以拿起电话,报价申购自己选择的股票,不论你是规模达 10 亿美元的退休基金经理人、学校老师、退休人员或者刚从第九球道拨通移动电话的美国职业高尔夫球协会(Professional Golfers' Association of America, PGA)会员,任何人皆可随时参与买卖。

但是所谓的有效也仅限于此。相信市场是理性的就好比把缰绳交给一双看不见的手,举手投降并承认你无法战胜市场。这就像是说,“不要白费功夫了,因为大家都说生物老师不会给满分的。”那是一般人的藉口,你必须承认,情绪与所有其他因素一样能影响股市。多数时间股票市场是既不寻常,也不理性,更不公平。相反地,股市反映了数以千计投资者的随机行为,他们为了达成个人获利目标而做各种买卖决定。股价的每次变动反映出威廉姆斯(John Burr Williams)在 1938 年所写下的“边际概念”(marginal opinion),也就是说买卖双方在某一刻所达成的共识,仅此而已。威廉姆斯主张,市场实际上是由数以百万计的善变投资者所组成,因此不能把市场视为集体智慧的反映。

我们暂时假设市场上只有一只股票,而且除了投资人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外没有其他人买卖这家公司发行的股票。关于公司的真实价值如何，每个人都非常珍视自己的意见；至于什么价格才是真正正确的，唯有时间才能证明一切。然而时间却不会立刻公布答案，只会随着经年岁月慢慢展露……。市场只能表达意见，不能陈述事实。今天的意见只能创造今天的价格；明天的意见创造明天的价格；少有股价能通过各种事件的考验证明是不能撼动的。

聪明人与傻瓜都在市场上进行交易，但没有任何一组人能自己设定价格。即使具有压倒性的多数人想法也没多大影响；因为最后拥有股票的人可以单独设定价格。

——引自威廉姆斯所著的《*The Theory of Investment Value*》，1938 年，Fraser Publishing Co.，1997 年，原作第 11 页至 12 页。

在此之前的 4 年(即 1934 年)，格雷厄姆也做过十分类似的暗示，他认为市场价格是由供需双方的心理所设定的：

很明显地，证券市场制定价格的过程通常是不合逻辑或错误的，这些过程……并非无意识或机械式的，而是牵涉心理层面；因为这些过程是在投资人心中进行的。因此，市场的错误即是一群人或一组个人的错误。大部分的错误都能追溯到三个基本原因：夸大、过度简化或疏忽。

——引自《证券分析》原作第 585 页。

毫无疑问地，股价发生错误的原因是教科书所无法解释的。让我们看看艾克森石油这只典型股票如何交易的。投资人买进 100 股艾克森石油，是因他认为该股已经差不多跌至谷底了，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格也很合理，他能达成交易是因为某人被他的经纪人说服卖出100股的股票。艾克森石油的下一位买家，因在经纪人的账户中有多余的现金而想多赚点股利，其交易对手是技术分析的市场老手，电脑显示他的艾克森石油已是超买了。下一笔交易是一位父亲，他必须卖出500股以支付女儿婚礼费用，买方是位寡妇，她刚在报章中读到艾克森石油的新闻，留下深刻印象，所以下单买进500股。再下一笔交易是5 000股的买单，一位小企业的老板正在为他员工的退休储蓄计划401K进行分散风险的投资，其交易对手是拥有6万股艾克森石油的共同基金，正试图变现部分持股，以降低其在能源股上的风险。

投资人的利害、目标、对新闻媒体与事件的解读，就像每个人的指纹都不一样。他们在6个半小时的营业时间内进行不同交易，实际上，当天买卖艾克森石油只有5%的人分析过该公司的前景，并且评估过该公司股票的价值。剩下的95%因情绪或财务需要，仅以各种信息作为行动的借口，这不能说是效率，而不过是一个把股价涨跌交由情绪起伏任意摆布的结果。在每日交易上，供需的确能驱动价格。需求是由每位投资人特有的心理力量所驱动，各种信息只是下单的借口而已。

在最糟的情况下，这种公开叫价系统的结果会引发集体性的混乱、恐慌与真正的价格无效率。我们可以看看一家位于圣路易斯，为油井制造管道的公司Maverick Tube在1997年的遭遇。Maverick的股票在9个月内从6美元涨到50美元，然后在1998年中期，又跌回每股10美元的价位(见图3-1)，然而该公司的获利与净值并未增加9倍，随后的狂跌也并不是其基本面崩溃。这样的波动率是合理、理性的吗？公司有可能在1月份每股值6美元，9月份时价值50美元，而7个月后仅值10美元吗？事实上绝非如此！我们可以说，Maverick的公平市值应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处在两个极端价格之间，但是振荡也不应该会那么大。如果大众能够理性地评估 Maverick 的股价，股票可能会从每股 5 美元缓慢地涨到 25 美元，停留在这个价格水平到第二年。然而，贪婪、恐惧、不理性与对公司未来发展的不确定，却让这家公司的股价起伏不定。

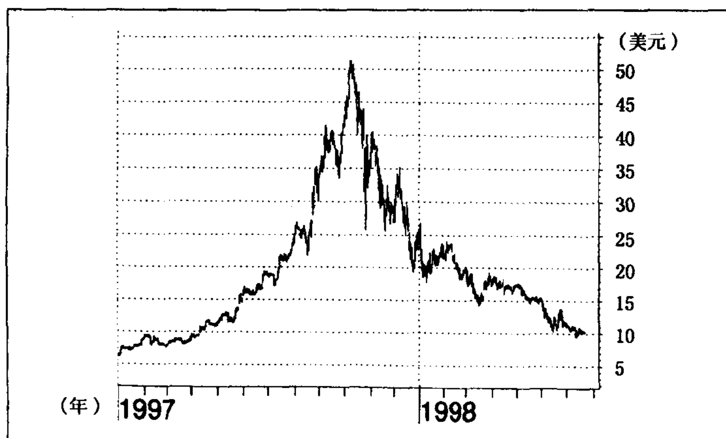


图 3-1 Maverick Tube 的股价走势图

1996 年的市场有效率吗？可口可乐股价的市盈率是 40 倍，而公司预期盈利能力的成长性仅为 17%。如果投资者接受可口可乐的评估方式，那么他们应该要质疑，因为微软的市盈率 40 倍时，预期盈利能力为 35%。在 1991 年的恐慌性抛售中，大通银行的股票定价是否有效率？当时这只股票跌到 12 美元(市盈率仅 5 倍)，但在 1997 年却涨到 100 美元以上，这样有效率吗？1993 年市场疯狂买进破产的 LTV 钢铁公司，投资者争先恐后地把一家几乎没有价值的公司股票抬高到每股 3 美元，效率又在哪里？由于股价离公司的内在价值实在太远，LTV 高层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主管还必须发表公开声明，警告投资者关注投资风险。

1995 年与 1996 年，通用电气的内在价值是否真的增加了 150%？从股价来看，的确如此。但是通用电气的价格理性吗？只有有效市场理论的信徒才愿意相信。在那个期间，通用电气的收益上升 32%，而股东权益上升 38%，然而股票上涨的速度却是公司市值增加速度的 4 倍。通用电气上涨的惟一合理解释是股价先前被严重低估，现在正好又赶上了收益增加的趋势。但是承认这个事实也等于接受在 1995 年以前，通用电气股价是无效率的论点。

最著名的案例发生在 1987 年。在 10 月 19 号崩盘前后，股票市场的价格有效率吗？是否美国公司的内在价值真如股票市场所演义的，仅在 6 个小时内就大跌 22%吗？事实不然。在那悲剧性的一天，美国工商界什么也没改变。经济照常地往前推进，顾客在零售店中一样快乐地购物，而生产线的工人继续以正常的速度生产。那天改变的是人们的观点，大家都认为股价已经不合理了。

非理性循环

我们可以根据图 3-2 来创造一个通行的非理性模型。我选择的是典型的公司模式，股价以公司内在价值为标准，上下来回震荡。我假设公司的内在价值在一段时间内会逐年缓慢且稳定增长。由图 3-2 可以看出，股价很少刚好与公司的内在价值相吻合。多数时候，依据投资者对事件的观点，股价不是过度高估就是过度低估。假设这样的关系存在于每只交易的股票中，我们可以把这些价格区分成 7 个不同的阶段：

阶段一：受某些因素影响，股价滑落于公司内在价值之下，这些因素有的与公司有关，有的无关。在此阶段，投资者担心先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前令人失望的获利表现会再重演，或者整体股价下滑的趋势会使买盘踌躇不前。明显地，股价并未反映事实。在每股60美元的价位，我们可以说股票反映了公司内在价值(约为65美元)减去反映投资人悲观心态的折扣额(5美元)。

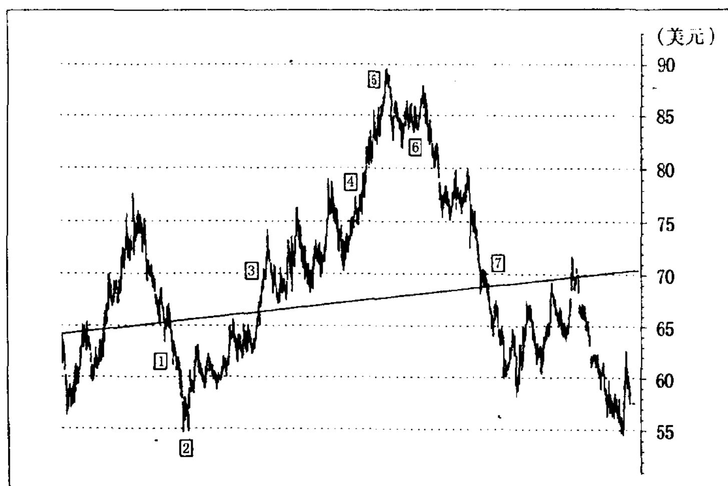


图 3-2 非理性循环

阶段二：这个阶段悲观主义达到顶峰。尽管公司的内在价值上升，股价仍然大幅下挫。在这个阶段，公司内在价值的折价最大。

阶段三：随着投资者观点的改变，股价全面上扬，公司市值持续增加。但是现在股价爬升的速度比内在价值还要快。在某一点时达到均衡价格，但是股价却高于公司的公平市价。

阶段四：连续几个月的涨势与观点的持续改善，使越来越多的投资者涌向这只股票，每天上涨似乎更确认买进的决定是正确的。在这个阶段，亟欲从热门股上赚取20%或30%利润的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金经理人也加入,买气催生买气,导致股价更进一步远离内在价值。价格现在由两个因素主导:内在价值与投资者重新恢复信心所造成的溢价。股价市盈率似乎已经超越成长率,但却一点也不为投资者所忧虑。然而才在几个月前,投资者还不愿意在市盈率 8 倍时买进,但是现在市盈率 20 倍时不买的人却被认为是傻瓜。

阶段五:涨势已经达最后阶段。每日价格波动得更为夸张,且股价距离内在价值实在太远,所以买卖双方必须向外寻求正当理由以当作行动的藉口。有些人相信由于利率较低,所以这个阶段的股票价位是合理的;有些人则寻求购并后所产生的溢价。华尔街的证券公司与分析师,更是根据过度乐观的假设性收益建议买进,大力助涨。在阶段五,过去已经变得毫不相干,投资者根据预期未来收益,追高股价。

阶段六:由于股价偏离公司的内在价值太远,股价注定会下跌。事实上,整体下滑趋势已经开始,通常是由单一的新闻事件所引发,而且为时短暂。在下滑阶段初期,许多人相信眼前的走势只是调整罢了,并利用"小跌"增加持股仓位。同时,分析师在刚下跌时会避重就轻,直至目睹股票暴跌,仍建议买进"抢反弹"。紧接着是一段短期的多头上涨。

阶段七:卖压白热化。股价会加速下跌,投资者因而再度陷入悲观。然而,他们依然不关心内在价值,似乎也不在意股价正变得越来越有吸引力,他们关心的只是眼看到手的利润流失了,并想要避免挫败时的心理创伤。而实际上,往往这时股票的交易价格已低于其内在价值。

这些年来,这种典型的股价波动走势已上演过上百次了。有时候这种循环需要数年才能完成,有时只需要几个月。股价波动期间,买进股票的人相信自己持股是理性、合理的,而别人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的行为都是愚蠢的。最不寻常的是投资者从未因此学聪明，下次在另一只股票上还是会重蹈覆辙。他们相信价格是有效率的，所以在价格上扬时会试着买更多股票，而价格跌到公平市值时，反而持观望态度。聪明的做法应该是只在阶段一、阶段二或阶段三买进持股，并在股票高过公平市值时考虑卖出。

价格判断错误最骇人的例子发生在经济景气关联股上，例如花旗银行、卡特皮勒、道氏化学(Dow Chemical)与通用汽车等。这些股票在景气疲软时常常会发生急跌，几乎都会跌到内在价值之下。为什么呢？多半是因为心生恐惧。投资者意识到事情可能还会更糟，害怕股票不断下跌，但是熟悉历史的投资者知道，经济景气关联股获利表现受经济景气影响。景气好时，道氏化学的获利可以达到每股 8 美元，而景气萧条时可能只有 0.5 美元，这是一个既定事实。投资者既然十分清楚这些获利都会反弹回来，为什么还是每隔几年就会对这些股票由趋之若鹜变为一哄而散？如果市场真正有效率，投资者应该忽视短期的业绩下挫，让道氏与福特汽车的股价反映出平缓、长期的成长率，但投资者没有做到这一点。有些投资者在经济复苏时以市盈率 20 倍抢进道氏；但当经济开始下滑时，市盈率 6 倍反而会令他们却步；当萧条真正来临时，他们绝对不敢碰卡特皮勒。然而历史一再地告诉我们，那才是最应该买这类股的时机。

深入讨论这个议题后，我们可以十分确信股价没有效率。如果股价有效率，那要如何解释“小盘股效应”(small-cap effect)，也就是长期而言，小盘股的表现通常比大盘股好？又要如何解释低市盈率的股票表现持续超越高市盈率的股票？如果股价效率存在，市盈率对于未来股价表现应不具有任何影响，但实际上市盈率的影响力确实存在。

如果金融市场真如某些学者所宣称的那么有效率，我们应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该可以见到在基金经理人、信托公司职员及机构投资者之中，战胜市场者会与落后市场者的数目一样多。由于市场是扮演衡量绩效的标准，所以没有任何专业人士能拥有优势，即战胜和落后市场的几率各半。然而实际上，长期而言大多数的专业人士都败给了标准普尔 500 指数。例如，多年累计下来超过 90%的基金经理人落后标准普尔 500 指数。明显地，这些数据背后的深层含义，绝非仅是市场效率。早在 20 世纪 70 年代末期，卓曼价值管理公司的总裁卓曼即发现了最终答案。卓曼研究了自 1929 年以来专业人士的买卖习惯，发现机构投资者落后市场似乎是因为“一窝蜂心理”(herd mentality)。他们倾向于跟随市场而不是领导市场，不理会价格只是跟随同行购买熟悉的股票。他们忽略其他基金经理人也忽略的股票，只要大家都在买就跟着跳进去。卓曼提到，一窝蜂买进的力道最强时是在市场头部附近，这通常会导致他们的灾情比一般投资者还要惨重。

卓曼说，如果这些投资者注定要落后市场，市场效率的论点即不成立。此外，这代表着某些投资者能够持续战胜市场。

论信息不对称(Information Asymmetry)

信息是投资者的命脉。无论你的分析技术多么高明，你必须拥有及时、客观、有用的信息，才能在市场上获得成功。有效市场假设每位市场投资人有平等的取得信息的渠道，有能力准确地筛选信息并正确地解读信息。但是如果信息不对称，也就是说某些投资者拥有比别人更充分、更准确的信息；或者反之，处于信息劣势，那么有效市场的概念就瓦解了。

有效市场并不存在，因为大部分呈现在我们眼前的信息都已被严重篡改，而且对股价会有相当大的影响。许多我们据以买卖的公司信息皆含有某些形式的“诠释”，所以很容易使我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对该资讯解读错误。我提出三个假定，进一步说明我的论点：

● **信息并非随手可得。**由于成本因素，多数投资者无法取得足够信息。即使是今天，数以百万计的投资者已能够通过各种投资网站取得以往被严格监控的信息，仍旧无法取得在短期内会影响股价的资讯。投资者无法定期拜访公司，与同业公会、供应商、经销商交谈，或参与管理阶层的会议。

● **每个人对信息的理解不尽相同。**我们往往依据自己的观点来解读资讯。先前埃索石油的例子显示，投资者根据自己的财务需求、目标、对新闻媒体与事件的分析、判断进行买卖操作。就如同天气一样，我们对信息也习惯采取相对的、现行的观点。如果春天时连着好几周的气温都是华氏 30 度，出现华氏 60 度的那一天就会让人觉得温暖宜人；若在夏天，每天华氏 80 度后紧接着一天华氏 60 度，可能就会让人觉得凉爽。同样地，一只上涨到 60 美元的股票通常看来会比下跌到 60 美元的股票还值得买进。事实上，投资者应该对这两种情况一视同仁。

● **投资者的信息通常来自试图操纵信息的人。**在确定投资观点与投资决策上，我们绝对不能低估华尔街、媒体与新闻事件所扮演的角色。所有金融业所释放的消息，以及过滤过的信息，都有可能使股价无效率。华尔街扭曲信息的方法很多，例如：公布股价目标、预期盈利、散布购并公司的谣言，或以牵强的理由调升或调降公司的投资等级等等。

媒体为争取订户会导致记者捏造新闻，在股价大涨波段结束后，仍大幅报导热门股，或大量撰写如“现在可以买进的十大基金”等文章。大多数的投资者通常通过媒体获得二手的市场信息，因此他们很容易沉浸在新闻故事的观点与偏见中。即使只是记者撰文时的某种语气，也能严重扭曲公司信息，误导性的标题或是被蓄意夸大的新闻事件，都足以瓦解股票的供需关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回顾一下 1995 年媒体所激起的狂潮，当时英特尔发现了奔腾晶片(Pentium chip)有小瑕疵。故事最早是在网络上爆光的，这时，有几个电脑使用者发现一些电脑运算数值不正确，他们也开始抱怨，当记者发现了这个纷争后，奔腾晶片的故事很快就变成了该周的新闻焦点。英特尔花了相当多的时间消除公众的抨击，其股票也即刻大跌。这则新闻来得快去得也快，但是成千的投资人早已卖掉了手中的股票，造成英特尔股票市值暴跌 60 亿美元以上。当时，由于媒体连篇报道使得投资人对英特尔的前景由乐观转趋悲观，而这与对英特尔长期基本面的发展毫不相干。英特尔迅速回收该晶片，从收益中扣除这笔开支，整个事件便宣告落幕。其后两年，该股股价上涨3 倍。

习惯根据信息作为买卖依据的投资者特别容易受到信息理解偏见的左右。最典型的例子发生在 1997 年 1 月 22 日，当时各大媒体都试图分析美联储主席格林斯潘(Alan Greenspan)在参议院预算委员会上(The Senate Budget Committee)的发言，第二天的新闻报道显示，通货膨胀可能上涨，也可能持平；经济可能稳定成长，也可能有过热的危险；记者的报道可能会改变你的观点，但实际上，媒体也许可能根本不知该报导些什么。

请参考下列 5 则报道格林斯潘当天声明的新闻标题：

- 《华尔街日报》报道，“美联储主席预见薪资上扬”。文章中提到，格林斯潘暗示他会调高利率。
- 路透社(Reuters)，“格林斯潘对经济感到乐观，并发出薪资警告”。根据这篇报道，格林斯潘对经济成长速度感到满意，而且“并未暗示”联邦储备委员会准备调高利率。
- 《纽约时报》(*The New York Times*)，“格林斯潘对经济感到满意。但他对薪资增加发出警告”，“其声明将激励市场”。
- 美联社(Associated Press)，“格林斯潘发出通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

警告。”

● CNN财经新闻网，“联邦储备委员会虽然满意，但也很为难。”

如果你无法在有线电视上收听格林斯潘未被媒体诠释过的全文声明，你对他发言的理解将会根据当天你刚好看到的新闻。假设一天早上你拿起报纸来看到头条写着，“联邦储备委员会主席暗示要调升利率”。为了保护对利率走势反映敏感的股票，你可能会当即卖出。但是如果该份报纸在报道同一则新闻时，使用下列标题“联邦储备委员会对当前利率感到满意”，你可能会松了一口气并且什么也不做。

你应该知道，在1997年1月22日的新闻出现在你眼前之前，已经至少被过滤4次以上。首先，记者会解读格林斯潘的说法，并把声明浓缩成易于阅读的几个重点。然后，记者还必须根据声明结束后，格林斯潘与参议员的交换意见，提出客观的看法。如果没有参议员就利率问题质询格林斯潘，记者可能会认为这个议题没有新闻价值而轻描淡写。接着，记者可能会征询专家的意见，由于截稿的压力，他可能没有时间联系相信利率会下跌的专家。最后，文稿在编辑会议上还会被过滤一次，新闻编辑与文字编辑会根据他们对重要性的看法重新编排文稿。他们声明从文稿中挑出新闻标题，通常用6个字以内，总结格林斯潘所说的声明。

善加利用无效率

资讯加工厂可能会严重地扭曲我们的观点，并使我们做出导致价格无效率的行为。但这也可以是你的优势，因为有太多的投资者，包括许多“专业人士”相信有效市场，认为市盈率50倍的股价还是公平市值，而且市场是无法被打败的。只要价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型投资者还是市场上无足轻重的少数，从这种错误逻辑获利的机会还会有很多。你最大的获利来自摒弃传统智慧、小心检视你所获得的信息、等待其他投资者错估公司价格。引用格雷厄姆的话，“市场通常会错得离谱，有些时候谨慎而勇敢的投资者反而能善加利用这种独具特色的错误。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

第四章

致命错误：预测根本无效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“做预测很困难——尤其是预测未来。”

——高德威(Samuel Goldwyn,1882年至1974年,美国电影制作人)

每年有成千上万的财经系学生从一流的商学院毕业,他们都学到同样的神秘公式、同样的买卖策略、同样的评估法则与同样的预测模型,难怪很少有人能超越自己的行为,且长期战胜市场,他们甚至还愚蠢地要战胜对方。这些毕业生就是今日市场上的策略师、分析师与基金经理人。他们就像麦克鲁汉(Marshall McLuhan,译注:加拿大传播学者麦可鲁汉认为现今社会分工精细,各行业间少有联系,彼此难以相互了解。)所说的鱼,完全不知道自己活在水里。它们在水族箱里游动,全然与外在的世界隔离,它们相信玻璃外的人们需要他们的帮助。然而,它们才是受困的一群。

亚里士多德(Aristotle)曾写道,人类天生具有预知未来的渴望。他指出,或许没有其他的渴望被探索得这么多,亚里士多德所描述的也许正是华尔街。金融业之所以存在是为了募集资金促进美国工业繁荣,但其主要任务在于提出预测,主导我们想知道明天的渴望。如果你了解经纪人、基金经理人、分析师、投资银行家、财经媒体与经济学家的基本功能,你就不会成为他们游戏中的猎物。

许多支领高薪的策略师、经济学家花费整天的时间寻找明日的获利股、预测利率、经济或公司获利的走势、预测联邦储备委员会未来的利率动向。更多的技术分析师在电脑上绘制股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势图，试图预测明天的大盘走势，还有些人使用复杂的模型预测往后 6 至 12 个月中，表现最佳的是哪一个行业或板块。其后，成千上万的经纪人将这些卖弄学问的预测，包装后大肆推销，引诱你购买。同样有成千上万的行销人员推销未来的市场观点，强迫公司与职员建立 401K 退休计划、年金与大学信托，甚或把手上所有钱投入共同基金。

简言之，华尔街存在的目的就是要卖东西给你，其发布的所有金融资讯，不论是券商建议、价格目标、市场预测、获利估计或绩效，都已被扭曲，以满足发行人的目的。华尔街提供给投资者一连串统计数据，但大部分与你无关。大体而言，投资者不应轻信眼前的数据，除非是自己做的预测，否则绝对不要根据未来预测买股票。费雪在 1958 年提出：

> 我相信预测商业趋势的经济学，可以被视为中世纪炼金术时代的科学。当时的化学就如同现在的商业预测，基础法则才刚刚从一堆神秘的符咒中浮现出来……。财经界持续不断地投注心力，试图从随机或不完整的事实序列中，预测经济的未来，令人不禁要问如果把这么庞大的心力，放些在较有用处的事情上，到底能获得多大的成就。
>
> ——引自费雪所著的《同样的股票不同的获利》(*Common Stocks and Uncommon Profits*)，1958 年出版，John Wiley & Sons，Inc.，1996 年，原作第 62 页至 63 页。

预测公司获利或预测经济与股票市场的方向，就跟预测天气一样，根本无法做到准确无误。预测明日的气温比较简单，只要以今日的气温作为参考，例如今日气温为华氏 75 度，明日就不太可能出现华氏 50 度或 100 度。明日的气温很可能落于今

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日华氏 75 度左右的区间内,公司获利也是同样的情形,去除季节性因素后,下一季的销售额与利润很可能与本季差不多。当你预测明日可能发生的事件,只需将可能影响结果的变数罗列出来。但若想扩大预测时,则可能导致越来越多的变数影响结果。或许你可以较准确地预测明日的天气,却无法以相同的准确度预测下周的气温与降雨,更不要说预测下个月的天气。天气与股票市场这类系统反映上百万个变数,而变数间还会不断地改变并相互影响。

图 4-1 中显示预测未来的可能结果:我们试图预测的时间越遥远,误差就会越像抛物线一样快速增加。不论预测未来股价、盈利、销售额或是经济趋势,除了特例之外,这个现象普遍成立。

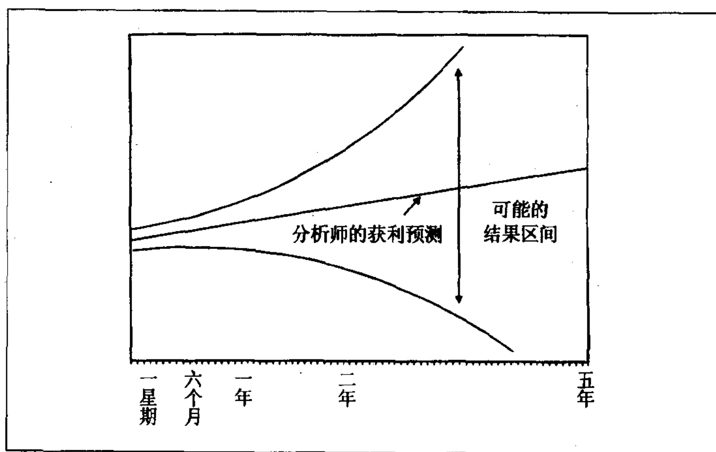


图 4-1　时间对于获利预测的影响

如果预测不是无限期的,或许还可能行得通。由于时间会持续往前推移,而变数也不会停止改变,所以大部分的预测都没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有解答。只要一季过去，分析师立即修正他们的模型，并试图预测下一季的盈利。他们试图确定“下一阶段的盈利能力”或“五年利润增大率”，却形同追逐移动目标一样徒劳无功。少数能准确预测公司未来盈利的分析师，许多时候纯粹只是幸运而已：所幸并未发生萧条；利率没有调升或调降；公司最高执行长未死于空难；公司并未取得(或失去)主要合约；联邦官员未对进口货课征关税；美元价值并未波动；该公司未增发股票、增加长期债务或回购股票；公司未推出更畅销或更差的产品；公司未使用会计手法虚增利润……

“专家”的市场预测真是惨不忍睹。90%的经济学家没有预测到 1990 年的不景气，1929 年大多数市场策略师也未能预测到 20 世纪最惨烈的崩盘，以及由此引发的大萧条。大型的投资机构预测墨西哥股市的多头市场来临，紧接着该国政府即放任比索贬值，并引发股价狂泻。实际上，没有人预测到利率会从 1991 年起连续 7 年走跌。1994 年至 1998 年间，资深市场分析师曾多次错估空头市场降临的时间。几乎没有分析师预见 70 年代末期的超高通货膨胀。当华尔街终于意识到通货膨胀的上升趋势时，它预期通货膨胀还会继续上升，并向投资著打保票，黄金会涨到每盎司 2 000 美元、石油每桶会达 100 美元。同期，当大部分的经济学家都已经对摇摇欲坠的美国钢铁产业不抱希望之际，钢铁业却在 90 年代神奇般地止跌反弹，再度成为全世界最有效率、最赚钱的产业。

分析师的观点或许值得怀疑。虽然券商每年花费上亿美元研究上市公司的表现并发表业绩预测，但是许多研究显示，在市场不景气的情况下，他们的预测会带有偏见或瑕疵。最好的情况是，预测对终端使用者没有任何附加价值。在一份十分详细的 1996 年研究中，卓曼价值管理公司总裁卓曼先生，对 1973 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至 1996 年间的公司业绩预测进行了分析。他发现分析师有一百三十分之一的几率，连续四季以低于 5%的误差预测到公司的季盈利，他们只有二十万分之一的几率能准确预测盈利。有些研究还发现，分析师常会提出过度乐观的建议。不过分析师也可能倾向忽略或忘记公司差劲的表现，以便与公司维持适当的关系，尤其是聘请分析师协助该企业承销股票公开上市的公司。他们的盈利预测通常会超出甚多，而且他们的表现在往后几季通常会落后市场。

1995 年，数千名投资者都栽在 20 世纪最拙劣的预测师手里。在 1994 年与 1995 年，美光科技公司（Micron Technology），一家电脑随机存取记忆体制造厂商成了美国最热门的股票之一，股价从 9 美元的低价飙涨到 95 美元。推动这股热潮的是一群经验老到的分析师，他们几近疯狂、乐观的盈利预测，事后证明是错得离谱。从 1993 年开始，美光销售额增加了 60%，其获利也开始加速提升，每股盈余从 1992 年的 0.03 美元增加到 1993 年的 0.52 美元，再到 1994 年的 1.92 美元。1995 年每股盈余创下 3.95 美元的历史新高，不到一年的时间，其销售额成长了 1 倍。

当时分析师们犯了一个典型而致命的错误：他们往往以最近的成长率直接推断未来的成长率。分析师不断地提高盈利预测，即使股价已逼近每股 90 美元，仍然建议投资者买进。少数分析师甚至还预测一、两年内，美光每股能赚 17 美元。不幸的是，不过几个月的光景股价就从云端跌落。韩国与台湾的芯片厂垂涎美光与其他厂商所享有的巨大毛利率，纷纷扩大产能因而使芯片市场供过于求，随机存取芯片的价格在 1996 年下跌了 75%，1997 年再下滑 40%。虽然美光的销售额不断上升，净收入却呈直线下滑。到了 1997 年初，同一批根据未来美好的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测，带领投资者买进美光的分析师，纷纷把他们的获利预测降低到每股2美元或更低，最后美光股价在17美元筑底。

这类例子告诉我们，过度乐观的预测根本不切实际。回想20世纪60年代中期，分析师们热情推荐IBM股票，他们的前提是该公司的年盈利成长16%，且会持续上扬。这种膨胀过度的假设把投资大众推向蓝色巨人(Big Blue，即IBM)，并因此把该股股价推上九重天。很明显地，没有人会自找麻烦去检验这些分析师的算术。在1967年，IBM的销售额是53亿4 500万美元，净收益是6亿5 100万美元。假如IBM的成长速度真如分析师所预期，在1997年IBM的销售额将达到4 589亿美元，占全美经济产值的6%，而获利达559亿美元，是微软1997年获利的16倍。然而，从这30年间某个时点开始，IBM的盈利情况偏离了分析师们的预估，到1997年该公司的销售额与获利仅分别达到30年前所预计的17%与10%而已。

另一个骇人听闻的例证是甲骨文公司(Oracle)，它是一家拥有60亿美元资金的资料库软件厂商。在20世纪90年代，由于年盈利增长达30%，该公司成为证券分析师们的最爱。它被分析师大肆渲染成“绝不能错过的股票”，甲骨文的股价从1992年分拆调整后的5美元起涨，到1997年8月达到42美元。在高点时，市盈率几乎达45倍，人们相信获利成长会持续强劲。1997年12月8日，甲骨文宣布其当季获利成长率降低到4%，对华尔街有如晴天霹雳。当日甲骨文股价下跌了29%。就在甲骨文宣布获利惨跌的前三天，分析师们还在高谈阔论他们对该公司看好，更有分析师断定至少未来5年，甲骨文能以30%的获利速度成长。

甲骨文事件的部分过失应由分析师承担，而许多以分析师马首是瞻的基金经理人与投资者也有过错。在甲骨文大跌前几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周，美林证券公布一份相当具有启发性的研究。该研究请共同基金与退休基金经理人等机构投资者列出他们买卖股票最重要的准则，其中过半数表示他们是根据公司业绩买卖股票。如果公司未达分析师的获利目标，他们就卖出手中的股票；如果高出该目标，就买进股票。48%的基金经理人都依赖分析师的预测做买卖决策，这一点也不令人感到意外。

基本上，美林证券研究描述的正是许多股票的兴亡史。分析师往往迫于压力发布有利于公司的建议，通常无法发现问题的症结，所以会让投资者买到业绩成问题的股票。没有人会知道绝大多数的分析师在忙碌什么，实际上他们追踪太多的公司以致无法仔细地研究，他们的报酬来自博取公司的好感以争取承销业务，精准的预测不是他们的主要功课。

同样地，成群的基金经理人为了提交每季最佳的业绩报告，便以分析师偏颇的获利预测为依据买卖股票，以便求取短线获利。他们每天被不为投资者所知的压力折磨着。一般基金经理人的持股多到难以监控，而且每个月投资者不断地寄来401K退休计划的支票，他们还会被迫追高买进热门股。由于每季必须提出优良投资业绩报告，因而被迫先买进然后再行评估。通常一开始，许多基金经理人采用买进抱牢的合理策略，但最后却堕落到只紧盯着报价屏幕、猜测企业短期获利以追求蝇头小利。他们若不这么做，即可能会落后同业或大盘指数，结果养成了从众心理与短期内搏进搏出，而他们所根据的可能是真实地也可能是谣传的季获利报告。最后，基金经理人赖以决策的基础是分析师的个人臆测，而这些臆测还得仰赖上市公司的鼻息。由于公司本身早已摸清了整个仪式，为了不让华尔街失望，他们会诉诸会计伎俩，在表面上维持获利的可预测性。参与这个过程的各家公司也乐不思蜀，以便维持与券商、基金集团良好的关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系，这个资讯传递链(critical path)至此完成一个循环。公司的执行官预测几个月后的获利以喂养饥渴的分析师，好让他们指引基金经理人进行数十亿美元的大赌注。错误的预测也因此不断衍生。

即使分析师的估计有80%的错误，对于参与游戏的各方并无重大影响。没有人愿意被发现死抱着同业卖出的股票，也没有人愿意错失能战胜获利预估的波段行情。这是一个巨大的自我断言涨升导向的体系，只要像基本面这类的细节不要破坏整个成果即可，1926年的股市崩盘也是由类似活动所引发。随着股价越涨越高，交易员也越急功近利。盈利预期高即抢进，预计无法实现盈利目标的就杀出，股价不断被推高，以致买进的股票在基本面上再也无法自圆其说为止。

投资者一定要避免追随这种潮流，因为这股潮流逼迫他们通往无底的漩涡。一旦使用短期利润预期来指导投资，接下来就会变成在预测中随波逐流，投资随即结束而转变成投机。如果获利目标本身转变成目的，投资者就看不清楚价格与价值的关系，并愿意随时以任何价格买进公司股票。

盈利预测是一回事(这也是华尔街不断在做的)，而预估公司的真实价值或公司的价值如何随着公司信息的变化而改变是另外一回事，华尔街几乎从未明白这个道理。例如，公司宣布合并时，投资者通常不事先认真分析研究合并交易是否会增加公司的价值，就跳进去买股票。他们过分依赖分析师对该并购案的分析，或管理阶层对购并案的乐观期望，一旦无法从分析师获得任何有意义的指引，投机客与短线交易者立即控制了整个局面，他们照自己觉得合理的方式判断资讯，在几个小时内卖出或买进数十万股的股票。大众可能看到股价急速上涨，就以为市场已正确地判断了这个结果，也跟随这股潮流走。巴森(Roger

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

W. Babson）在 1951 年时为这种愚蠢行为留下了精彩的描述：

> 成功的投资主要不是来自预测，而是在对的时刻做对的事，以及随时谨慎地保护好自己的方针。想赚取更多的利润应该指挥企业与投资在好时机中追求稳定获利，同时避开恐慌的损失；而不仅是尝试预测繁荣或恐慌，然后相信该预测会实现，并完全依此推行。
>
> ——引自巴森所著《*Business Barometers and Investment*》，Harper & Brothers，1951 年，原作第 ix 页至 x 页。

不要信赖公司：他们的预测能力并不比别人强

上市公司绝对不是无辜的旁观者。他们也跟每个人一样学会了如何玩这场游戏。他们利用会计规则为自己贴金；在收益与成本上作手脚，确保季报符合华尔街的预期。或者，他们会利用公司重组以降低成本，提高毛利率。某些公司的季报不佳，有时也会利用重组费用掩饰他们差劲的表现，并给华尔街正在大整顿的印象。有些在报告结果刊登前，还有意哄骗分析师降低他们的业绩预期，然后再以强劲的获利让华尔街大吃一惊，让股价多推升几美元。这类的诡计层出不穷，也是投资者不应该紧盯着短期结果的原因之一。

有时公司错估了需求，等于搬石头砸自己的脚。例如耐克公司（NIKE），一家年营业额 90 亿美元的运动鞋与运动服厂商，在 1997 年年底由于亚洲经济转入萧条，即被高达 5 亿美元的鞋子库存所拖累。因为在亚洲经济萧条之前，亚洲市场对耐克产品的需求极度疯狂，日本的销售额年成长率即达 75％至 90％。而到了 1997 年秋季亚洲货币贬值时，进口产品的价格也跟着飙涨，亚洲消费者亲身体验到他们货币购买力的衰退。一夜之间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐克鞋价对于因货币贬值，实际所得下降的人而言，上涨了25%至30%。耐克没有预期到货币贬值，仍然增加生产，让更多的鞋子在日本销售。耐克执行长官奈特(Philip Knight)在电话会议中解释，“客观地评判，我们在日本的生意应该不会那么兴隆。事后看来，日本的销售额上升80%时，就已经出现了一些值得警惕的讯号。但我们却错误地预测消费需求还会增加5%至10%，因而，早在一年前我们就加订60%的鞋子，结果取消的订单相当庞大。”

这引发了一个疑问：尽管有上百位销售人员、行销与配销人员在世界各地收集情报，公司都还无法准确地预测收益与盈利，那么坐在纽约、波士顿或芝加哥办公桌后面的分析师能做得更好吗？我们不能完全把耐克销售额下滑的问题归咎于无法预期的经济危机。耐克的悲剧是因为过度依赖乐观的销售额预测。在亚洲经济景气时，耐克的行销人员与经济学家预估的好日子可能还会持续下去。

Fluor是一家年营业额80亿美元的建筑公司，1997年也遭受相同的命运，当时其大胆的全球扩张，却因海外经济不景气而跌入谷底。截至1997年，Fluor在全球近50个国家都有工程在进行，该公司的建筑合约包罗万象，有石化工厂、铜矿场、新运动场与公司总部。Fluor坦承，它在错误的时机过度投入亚洲市场。首先有两个发电厂预计的成本严重超支，公司被迫降低收益，结果造成股票重挫。接着亚洲经济萧条后，货币大幅贬值，先前资金充裕的国家发现自己没有足够的强势货币可以完成基础建设工程。Fluor的当季收益大跌，公司不得已只好关闭国外的分公司、解雇员工并在获利中提报重组费用以应变。IBM在1995年则遭逢相反的难题。当时IBM严重低估个人电脑的消费需求，因而未能在圣诞假期供应足够的个人电脑。据报道，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为预测错误，IBM 至少损失 10 亿美元以上。

财经作家撰写了许多关于预测的荒唐实例，揭露了许多表面谨慎的公司。建筑公司对经济充满了信心，他们额外买进大片土地，并在经济走缓时抢建“投机性”房子；那帕谷地（Napa Valley，译注：美国著名的葡萄酒产地）的葡萄园主开耕山坡地，在葡萄酒需求下滑时增加耕地面积；半导体厂商两年花了 15 亿美元兴建工厂，在产业见顶时开始上线生产；石油公司大幅增加钻油活动建新油管，却眼见原油价格开始下滑；零售商与连锁餐厅加速扩充店面并花光了宝贵的现金，社会大众却开始对他们的商品与概念感到厌倦。许多公司也一样无法面对市场的现实，就像二流的政客虽然输得跟选民预测的一样难看，但在投票前还相信自己胜出的机会很大。同样地，他们也不具备应有的能力，以适应市场多变的需求与欲望。他们的缺点与我们十分相似：他们用现在发生的事情直接推测未来，只是投资者对此所付出的代价是十分高昂的。

我的目的不是要指责管理阶层所犯的错误，而是要阐述一个事实：即使拥有内幕信息，准确的商业预测也几乎是不可能的，所以不应该用预测作为价值评估的重点。基金经理人加百列曾经大胆提出，“买现况而非买预期”（引自查尔斯·威特福德所著“Wisdom from the Mount: Gabelli Speaks to a Packed House”，《*The Bottom Line*》，取自加百列资产管理网站，1997 年 4 月 17 日）。

无论短期或长期，对市场走势的判断都极不可靠，它是一种随机运动。所有的市场，不论是运动鞋、电脑、汽车、芭比娃娃、行李箱、医疗、股票或债券等，都是由完全不可预测的力量所主导。市场的每日波动反映了所有投资者的整体行为，亦即买卖双方因各自的需求与欲望而对市场的参与。假设消费者基于某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种理由在某一季度中，特别渴望拥有一件 Jordache 行李箱或一辆 Cherokee 吉普车，销售额就会走强，然而下一季却又是另一回事。

相信未来或不可预期的事，等于是在不能控制的事情上下赌注。采用这种不明智的投资方式，必然会招致极大的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 债券与股票的关系以及投资回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"对抗通货膨胀的下下策，即是以高涨的价格买进某种能'避险'的东西"。

——引自罗伯(Gerald Loeb)所著《*The Battle for Stock Market Profits*》，Simon & Schuster，1971 年，原作第 138 页。

根据哈特(Peter Hart)所做的调查，截至 1997 年，43%的美国家庭直接或间接投资于股票市场。大部分家庭间接参与，他们透过共同基金、401K 退休计划或个人退休账户等参与投资。少数人直接买卖股票以期能直接掌握自己的命运。想必美国人是在 20 世纪 90 年代突然对股票投资产生认同感的，因为在五年以前，投资于股票市场的家庭还不及 20%，无法用某种单一原因来解释为何美国人在 20 世纪 90 年代蜂拥进入华尔街。对许多人而言，股票投资不论现在与未来都是惊险的游戏，就像是 Baccarat 或 Keno(皆为赌博游戏名)一样，都能提供心智挑战的乐趣。也有人视投资如狩猎，终极目标在于获得最大的战利品，在市场上，目标自然锁定金山银山。还有上百万的人视股票市场为金融救世主，是累积退休财富的高速公路。也有人涌进市场是自以为能轻松致富。

社会学家可能会认为投资并无明确的目的，只能证明在高度竞争、适者生存的社会结构中的个人勇气。事实上没有人会反对，许多人买卖股票的目的在于建立自我王国的乐趣，就好像有人收集一大堆既不开也不卖的古董车一样；如迪士尼卡通故事中的小气贵族史古吉鸭(Scrooge McDuck，译注：史古吉鸭是全世界最富有的鸭子，为唐老鸭作者 Carl Barks 的另一作品)一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，漫无目的地累积财富。

对经济学家而言，投资是所有经济繁荣国家所不可或缺的。社会利用投资募集研究与发展计划的资金，最后可以提升生产力并且把社会中的财富分配给大多数人。至少在理论上，投资可视为良性的整体循环。如果我们在银行存入1 000美元，银行可能把1 000美元转借给想扩充生产设备的企业家。这1 000美元的贷款可以用来购买新设备，以降低生产价格并增加50%的销售额，销售额增加使得该公司能够开辟第二个销售网点，并雇用6名新员工，接着，这些员工再把薪资支票存进银行继续流通。在经济体内投资越多的资金，产量就越多，也会变得更有效率，最后将有更多的资金可以用在未来的扩张中。投资不是一场零和游戏；只要资金能自由流动并运用在生产目的上，所有的投资者都能获利。

当然，个人不需要为自己在这种大经济循环中的角色担忧，只需为自保而奋斗。你必须保护自己所拥有的资产，让资产复利增值的速度能够补偿自然贬值。不论你的资产报酬率如何，一定要能战胜每年价值折损的速度，唯有保持报酬率高于贬值速度，才能长期保值或提高生活水准。如果你的资产能提供每年获利5%，而你的资产价值每年自然贬值4%，你将可以每年提升净值或生活水平1%。很明显地，你必须选对资产组合才能超越贬值的速度。如果你所有可投资的资产都锁定在汽车上，将眼睁睁地看着自己的净值缩水，因为每年汽车的价值会亏损10%至20%，而且还没有增值的潜力。如果你把资金投资在房地产，情况就会大幅改善。房价通常每年上涨1%至5%，一般来说还足以跟上通货膨胀的脚步。

诸如汽车、房子、股票与债券等资产会因“通货膨胀”而贬值，使你的资产价值也因此年复一年的贬值。如果你投资的年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报酬率无法战胜通货膨胀的速度，净值就会折损（永远消失）。即使你的资产价值上升，生活水准也会下降，这是因为资产增值的速度不足以抵消整体价格上涨的速度。因此债券与股票关系的第一条定理是："我们投资的主要目的是为了要保护资产价值免受通货膨胀的影响。"

通货膨胀真的是投资者所面对的最大灾难，是财富的隐形赋税，是你无法控制的。例如，你无法控制联邦储备委员会增加货币供给的速度，或是联邦政府借贷的额度；你也无法影响外国政府的花费与货币政策。但是如果有国家货币贬值、刻意压低薪资、或在境内鼓励外国投资，你的财产将会受到冲击。

通货膨胀对投资的影响不容忽视。如果获利增加的速度跟不上物价，物价上涨可能会对你的投资组合造成严重的后果。例如，物价上涨4%，而你把钱存在银行帐户赚取3.5%的利息，你的购买力正在降低，这就好比政府对你的获利课征163%的税率。请仔细地想想，下列两种情况并没有什么分别：在没有通货膨胀下获利3.5%，然后缴交163%的税，以及在4%的通货膨胀率下，获利率达3.5%，然后缴交28%的税。你的税后结果都是一样的。当通货膨胀存在时，情况就好比政府提高了你的税率，通货膨胀的速率越快，你的隐形赋税也越重。

市场分析师曾经认定通货膨胀能帮助投资者，因为有了通货膨胀，公司的销售与盈余才会提高，现在这种观点早已过时。今天更多的投资者是以通货膨胀所真正代表的意义来看待它。通货膨胀是一股竞争的力量，会把聪明的投资者赶出股票市场，推向能以涨价抵销通货膨胀的票券，也就是债券。如果你没用心挑对股票，又未能搞清股票与债券间的关系，你的购买力可能会受到严重损失。例如，有许多投资者在二十世纪60年代中期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始购买股票，他们便体验到年收益赶不上通货膨胀速度的痛苦(见图 5-1)。如果有人在 1965 年买进标准普尔 500 股票，直到 1983 年也就是 18 年后，才开始取得通货膨胀调整后(inflation-adjusted)的收益，在 18 年间，如果买进 90 天期的国库券(Treasure bills)并不断的延展，收益会更好。这种情况的发生是因为 20 世纪 70 年代通货膨胀上扬，且股票上涨跟不上通货膨胀的速度。

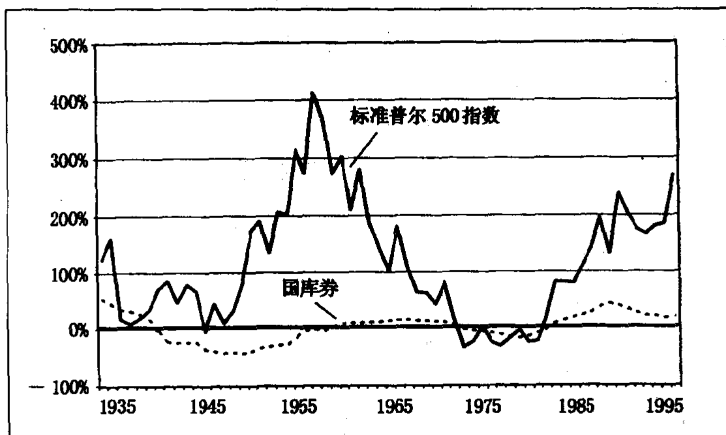


图 5-1 经通货膨胀调整后的 10 年获利——标准普尔 500 指数

由于通货膨胀的风险持续存在，因此股票必须要与债券竞争，如果研究股市多年的波动，这点就会变得特别明显。当通货膨胀持续上扬时，债券收益会上升，股票市盈率会下降。当通货膨胀下跌时，债券收益会下降，股票会上涨。然而长期下来，股票还是规避通货膨胀风险的最佳工具。因为股票收益的年增率远远超越了通货膨胀的速度。同样地，股票在经通货膨胀调整后的获利，依然大幅领先债券、房地产、储蓄账户与汽车。宾州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大学沃顿商学院(the Wharton School of the University of Pennsylvania)的财经教授西格尔(Jeremy Siegel),提出过十分具有说服力的论点支持股票投资。西格尔不辞辛劳地绘制了自1802年至1992年间的通货膨胀与股票和债券的收益比较图,结果发现一个惊人的事实:长期以来,股票持续以每年6.7个百分点的差距远远超越了通货膨胀的速度,尽管我们的经济历经几次大转变,运用资金与劳务的方式也历经根本性的变革,但这个关系仍然成立。因此如果投资者想要确保其投资的实质价值,就必须投资股票。西格尔提出,没有其他资产类别所提供的长期获利,能像普通股票一样引人注目,或能克服通货膨胀的影响。

> 股票获利可抵消通货膨胀应该是意料中的事。因为股票代表实际资产的获利——这种资产的价值应与劳务和资本有关,合理的预期是,它们的获利不会受到通货膨胀的影响,这点更不容置疑……。长期而言,货币供给扩增才是通货膨胀加速的根源,而且还对输入与输出价格有相同的影响。
>
> ——引自西格尔所著《股票的长期趋势》(*Stocks for the Long Run*),McGraw-Hill,1994年,原作第157页。

债券与股票的关系

在西格尔的研究中,股票、通货膨胀与债券之间,并非如表面上毫不相干。事实上,这三股势力彼此相互影响。当通货膨胀上升时,利率上升,债券价格下跌;当通货膨胀下降时,情况则相反。通常股票的反应与债券收益及利率涨跌相似。长期而言,股票与债券价格对同一资讯的反应很类似。金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场间不可能会彼此矛盾，它们对同质性的新闻会有相似的反应。在投资者预期通货紧缩的同时，债券市场不可能会预期通货膨胀。

股票与债券间真正的关系在于它们的“息票”(coupon)，亦即每笔投资所能预期的年收益。债券的息票十分简单明了，它就是发行公司的承诺，愿意根据债券面值(par value)以一定比例每年支付给你的利息金额。如果公司发行面值 1 000 美元，息票收益率(coupon yield)为 6.5%的债券，该公司即承诺在债券到期前每年支付债券所有人 65 美元(1 000 美元的 6.5%)的票息。在往后几年，不论该债券是否以不同价格多次换手，每年 65 美元的票息都是固定的。如果通用电气发行 10 年期、息票收益率 6.5%、于 2008 年到期的债券，任何愿意持有该债券一年的买家都可以获得通用电气支付的 65 美元。

因为息票每年支付的金额不变，投资者愿意买通用债券取决于三要素：(1)债券到期前的预期通货膨胀率；(2)同期的政府债券收益率；(3)债券持有人对通用公司财务稳定程度所预期的“风险溢价”(risk premium)。前两者是并行不悖的，预期的通货膨胀率会反映在政府债券的价格上。如果债券交易人员预期通货膨胀往后 10 年每年上涨 4%，10 年期政府债券至少应该要有 4%的收益率。最可能的情况是，在考虑所有无法预见的风险后所反映的价格，收益率可能会接近 6%。通用电气 10 年期债券的收益率会反映两点：一为无风险的政府 10 年期债券(利率为 6%)；二为通用不履行债务的风险溢价。因此通用电气的债券收益率就可能如同我们先前假设的 6.5%。

投资者先支付 1 000 美元买进债券，每年可从息票利率获得 65 美元。在第 10 年时，该投资者可以把面值 1 000 美元的债券卖回给通用。这位投资者的获利如右表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年 度	年息票获利(美元)	累计获利率(美元)
1999	65	6.5
2000	65	13.0
2001	65	18.5
2002	65	26.0
2003	65	32.5
2004	65	39.0
2005	65	45.5
2006	65	52.0
2007	65	58.5
2008	65	65.0

如果利率不变,通用债券的价格也不会变动。为什么呢?因为年息票利率的获利 65 美元是固定的,也因为侵蚀获利的通货膨胀风险,既没有增加也没有减少。所以债券能提供完全的通货膨胀保护——“前提是在债券 10 年的有效期限,利率没有上涨”,如果利率上扬,必须补偿新投资人折损的购买力。他们会要求债券售价必须低于面值 1 000 美元。如果价格跌到 975 美元,新投资人不只每年能从息票获得 65 美元,还有机会在 2008 年把债券卖回给通用时赚进 25 美元,所以现在该债券到期的年收益率就会超过 6.5%。同样地,如果利率下跌,会导致债券价格涨过 1 000 美元。投资者希望掌握的机会是持有收益率超过通货膨胀率的债券,他们会推升价格使该债券的到期收益率低于 6.5%。

普通股票也有一定的息票收益形式:公司每年所产生的收益。不论公司每年的获利多少,一定会在某一时刻归还给你,因此年收益的功能就类似息票一样,两者主要的差别在于这笔收益是在稍后支付。如同债券到期有收益率一样,股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也有投资回报率，让你可以与债券、利率与通货膨胀作比较。就这点而言，同样的关系可以用来判断债券相对于股票的吸引力，你的首要目标即是找到年盈余息票能克服通货膨胀因素的公司；次要目标则是锁住能战胜政府债券收益的公司预期盈余。如果你无法找到获利能战胜债券的公司，为了谨慎起见，你应该把资金投资在债券上，直到股价的投资报酬率再度有吸引力为止。

如果我们研究的公司很少或几乎没有获利增长，我们即可在真实世界看到这个关系如何运作。如果某家公司的年获利都没有改变，而市场也预期其未来成长为零。该公司的价值将只取决于两项要素：(1)政府债券当前的收益率；(2)代表该公司任何固有风险的溢价。例如，该公司的年收益为每股1美元，且维持不变。那么该公司股票的功能就会像债券一样。在为这支股票定价时，投资者只需要知道当前长期政府债券的收益率，然后投资者还必须充分考虑到该公司可能无法做到每股赚1美元的“风险”。风险越高，该股票收益也要相对越高，亦即股价要越低。如果30年期国库券收益率为7%，该股价必须达到每股14.28美元，才能有相同7%的收益(译注：1美元÷0.07＝14.28美元)。假设该公司确有风险，市场会希望该公司的股价每股低于14.28美元。当股价为13美元时，每股获利1美元即代表着收益率为7.69%。当股价为14美元时，该股的盈利报酬率为7.14%。如果利率不改变且该公司继续每股获利1美元，我们可以预见这只股票的价格应维持不变。

只要每年该公司能为股东每股赚进1美元，则公司收益、政府债券收益与股价间的直接关系即可永远成立。然而，政府债券的收益率上涨或下跌会发生什么事呢？股票会像政府债券一样，利率上扬时，股价会下跌；利率下跌时，股价会上扬(译注：利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率上扬时，债券价格下跌，反之亦然）。如果 30 年期债券的利率涨至 8%，上述假设的股价一定会跌到每股 12.5 美元，如此其年收益才能达到 8%（1 美元 ÷ 12.5 美元 = 0.08）。如果利率跌到 6%，我们可以预期该股价格会涨到每股 16.67 美元（1 美元 ÷ 16.67 美元 = 0.06）。

为什么会出现这种现象呢？因为在上例中我们选择一家获利非常稳定的公司，本质上公司获利等同于股东可以得到的息票收益。如果公司把每股 1 美元的获利当成股利发放，那么该公司的股票就等同于债券。让我们来看看实际的案例——Pittsburgh & West Virginia Railroad 的普通股票。这家公司是房地产信托投资公司，它在俄亥俄、西维吉尼亚与宾夕法尼亚等州拥有 112 英里的铁路，并把铁路租给 Norfolk & Western 公司，租期为 99 年，并收取固定的年租金。因为公司年复一年持有相同的资产并收取固定的资产使用费，所以 Pittsburgh & West Virginia 公司每年的营业额都是相同，基本低于 100 万美元，每年净收入约 80 万美元，而每股收益持续为 0.55 美元。该公司也把每年的收益当成股利全数发放，结果该公司的净值并未增加，1997 年年底为每股 6 美元。如果投资者在 7 美元买进这只股票，并在 10 年后卖出，他的盈利预期如下：

年度	股价（美元）	每股盈利（美元）	账面价值（美元）	股利（美元）	累计获利（美元）	以股价 7 美元买进的获利率（%）
1998	7	0.55	6	0.55	0.55	7.9
1999		0.55	6	0.55	1.10	15.7
2000		0.55	6	0.55	1.65	23.6
2001		0.55	6	0.55	2.20	31.4
2002		0.55	6	0.55	2.75	39.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年度	股价（美元）	每股盈利（美元）	账面价值（美元）	股利（美元）	累计获利（美元）	以股价7美元买进的获利率(%)
2003		0.55	6	0.55	3.30	47.1
2004		0.55	6	0.55	3.85	55.0
2005		0.55	6	0.55	4.40	62.9
2006		0.55	6	0.55	4.95	70.7
2007		0.55	6	0.55	5.50	78.6
2007	7				12.50	178.6

如果你买进10年期、年息票利率7.9%、价格7美元的债券，你应该可以获得相同的投资收益，果然几年下来，Pittsburgh & West Virginia公司的股价几乎没有波动。这源于两个因素：收益固定且公司净值没有增加。因为把所有获利当成股利发放，Pittsburgh & West Virginia公司没有再投资资金，以提升股东权益的价值，所以其股票的涨跌完全基于利率上下波动的关系。在1991年至1993年底间利率持续下跌，结果在这段期间其股价爬升了近48%，在1994年，因利率攀升该股也随之下跌。其后三年间，国库券收益率在6%至8%间来回震荡，该股亦进入盘整。在1997年底，利率跌破6%，Pittsburgh & West Virginia公司的股票也开始走多头行情。

Pittsburgh & West Virginia公司的股价波动模式有助于解答这样一个问题："股票只是息票利率无法预测的债券"。

电力公用事业股可取代债券

就股票与债券关系而言，电力公用事业提供了极佳的研究案例。传统上，公用事业的大部分投资收益会以股利形式发放，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而它们的成长率几乎是持平的，因此公用事业股票与债券有许多相同的特性，它们能提供可预期的收益，并且将以股利形式发放，而不会被管理阶层留置下来。近年来，公用事业的股价走势与利率变化成反比，也很可能会继续维持。当利率上扬，公用事业的股价将会下跌，不论长期（一年或更长）或短期（几天或几周），这种关系都能成立。研究人员分析电力公用事业股票的每日价格走势，发现利率通常是价格波动的主要原因。图 5-2 显示 1990 年至 1998 年间这种关系是如何运作的。公用事业股价与利率之间存在着强烈的关连性，这正体现了公用事业类股票类似于债券的特性。如果公用事业的获利像其他类股票一样较难预期，即是一种年息票利率难以预期的债券，公用事业股价的波动也会更不规则。

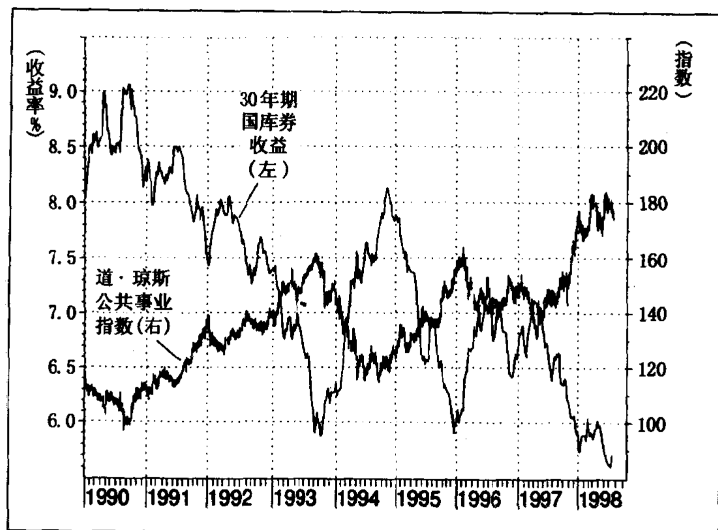


图 5-2 电力公用事业指数与 30 年期国库券的收益比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资报酬率定理

本章一开始即指出，基本上股票是债券的替代品。为了进一步论证这个论点，现在让我们来看看盈利与获利的关系。成功投资的主要原则就是提高你原始投入资金的投资报酬率，当你买进“盈利报酬率”不断提升的公司，你就能实现目标。公司的盈利报酬率就是用公司每股盈利除以当前股价，如果公司盈利为每股2美元而股价40美元，则报酬率为5%。也就是说，公司一整年为你赚进的收益为你原始投资金额的5%。经验老到的投资人马上就可以发现，盈利报酬率只不过是众所周知的市盈率之倒数，而其关连性亦同。投资时你应该要尽可能买进盈利报酬率最高的股票，或市盈率最低的股票。只要能做到这点，即可确保未来的获利能克服通货膨胀的影响。

如果公司盈利增加，你原始投入金额的投资报酬率(盈利报酬率)也会增加，股价上涨最后也会赶上盈利成长率。可预期的盈利增加会导致股价上扬，这是因为盈利成长与股价增加是高度相关的。例如，公司股价为20美元，且每股为投资人赚1美元，其盈利年增长率为25%。把年度盈利换成“息票”后，我们即可像评估通用电气债券一样评估这只股票：

年 度	每股盈利(美元)	以股价20美元买进的息票收益率(%)
1998	1.00	5.0
1999	1.25	6.3
2000	1.56	7.8
2001	1.95	9.8
2002	2.44	12.2
2003	3.05	15.3
2004	3.81	19.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年　度	每股盈利(美元)	以股价 20 美元买进的息票收益率(%)
2005	4.77	23.9
2006	5.96	29.8
2007	7.45	37.3
2008	9.31	46.6

到 2008 年，该公司的年度盈利为你增加了原始投入金额 46.6%的收益。此息票收益远超过任何假设中可能发生的通货膨胀，一旦与债券收益相比就更显得格外吸引人。如果你在 1998 年买进息票利率 5%的债券，到了 2008 年它的收益依然还是 5%，该股股价如 1998 年平均为市盈率 20 倍，在这个合理的假设之下，该股票在 2008 年的售价为 186.2 美元，获利为原始投资额 20 美元的 831%，年度盈利在这段时间也增长了 831%。

再看看另一个实例，纽可(Nucor)钢铁厂在 1998 年中，其股价跌到每股 40 美元以下，提供了吸引人的盈利报酬率。毫无疑问，纽可在钢铁业有最佳的经营业绩。自从 20 世纪 60 年代中期以来，其销售额与盈利在以 17%的复利成长。1966 年其经营的重点放在了钢制接头上，从未赔过钱。在钢铁业这种资本密集的景气循环产业，纽可的成绩可谓傲人。这种 30 年毫不间断的成长轨迹，是评估纽可价值的宝贵基础，因为你可以凭此对未来的盈利做出合理假设。例如，我们可以肯定地假设，纽可可以继续以 17%的速率增加盈利，更可以笃定地说，纽可每年至少增加 10%的盈利，而且几乎有 100%的几率，纽可的盈利至少每年能增加 5%。

假设纽可继续以年增率 12%成长，下页的列表为纽可钢铁公司的每股盈利变动与原始投资金额 40 美元所作的比较：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年　度	每股盈利(美元)	以股价40美元买进的回报率(%)
1997	3.35	8.4
1998	3.75	9.4
1999	4.20	10.5
2000	4.71	11.8
2001	5.27	13.2
2002	5.90	14.8
2003	6.61	16.5
2004	7.41	18.5
2005	8.29	20.7
2006	9.29	23.2
2007	10.40	26.0

纽可吸引人的原因应该很明显。当纽可每股跌到40美元时，长期国库券的收益率仅为5.7%，因此纽可的收益立即就有超过政府债券2.7%的溢价(译注：8.4%－5.7%＝2.7%)。尽管如此，对于追求高额与现时回报的投资者，这种溢价还是不怎么吸引人。根据表格显示，纽可的息票收益会持续增加，然而政府债券的息票利率不变。拥有纽可的真正价值并不在于它平凡的收益，而是在于随着纽可盈利成长而不断增加的息票收益率。在第一年，纽可可以提出每股3.35美元的盈利，也就是你资金8.4%的获利；第二年，预计的盈利为每股3.75美元，即盈利报酬率9.4%。如果利率仍为5.7%，纽可的盈利报酬率即以3.7个百分点的差距胜出国库券收益；截至2007年，纽可的盈利将为40美元的原始投资提供26%的投资回报率。

尽管这样的盈利增长令人印象相当深刻，然而下列任一情况皆可为投资者更进一步提升获利。

(1) 纽可的成长率超过12%。如果盈利年增长率为15%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1998 年纽可获利为每股 3.85 美元，即投资 40 美元盈利报酬率为 9.6%。此时，纽可的盈利已经以 390 个基点胜出国库券，而且这个差距会继续拉开。至 2007 年，纽可每股获利为 13.56 美元，为原始投资金额盈利报酬率的 33.9%。试问，债券收益率在 10 年内接近 33%的机会有多少呢？

(2) 投资者买进该公司股票的价位低于 40 美元。 如果投资者能把纽可的股价压低到 35 美元；此时相较于债券，该公司的股票就有极度的吸引力，让长线投资者难以抗拒。即使假设盈利成长率仍为 12%，息票收益增长还是一样惊人。除非美国经济陷入长期的金融困境，否则从第一年起往后每一年，纽可的长期收益就可以远远超越通货膨胀的不利影响。这个事实促使纽可有机会成为你在 1998 年所能买到的最佳“债券型股票”(bond-stocks)。

当然，仅有盈利增长并不能保证收益一定能超过债券。能让纽可吸引人的是相对便宜的 40 美元价格，或 1997 年时 11 倍的市盈率。如果投资者以市盈率 20 倍或 67 美元买进纽可，那么假设的年盈利报酬成长率 12%就不再那么吸引人了：(见下页列表)

年　度	每股盈利(美元)	以股价 67 美元买进的获利率(%)
1997	3.35	5.0
1998	3.75	5.6
1999	4.20	6.3
2000	4.71	7.0
2001	5.27	7.9
2002	5.90	8.8
2003	6.61	9.9
2004	7.41	11.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年　度	每股盈利（美元）	以股价 67 美元买进的获利率（%）
2005	8.29	12.4
2006	9.29	13.9
2007	10.40	15.5

谁敢以 20 倍市盈率买进纽可呢？在 1997 年底当该股股价短暂冲过 60 美元时，许多投资者的确奋勇买进，但不过几个月的光景，这群趋势追随者的损失即高达 33%。事后看来，实际上他们相当于以 60 美元买进风险较高的息票收益率，这也是他们以远高于纽可当前每股盈余的溢价买进该股票的惩罚。从表格中可以明显看出，在 2007 年纽可的每股盈利虽然可能会战胜通货膨胀，但却还不足以让你高枕无忧。还记得你假设盈利成长率为 12%，并且相信纽可能达到该获利率，但也很有可能，你的假设错了，纽可的成长率再也无法达到 12%，就如同与在 60 美元买进股票的人一样，为纽可的盈利支付了太高的价格，虽然根据纽可 30 年来的稳定绩效，这种情况实在不太可能发生，因此你可以犯错的空间缩小了。此外，在往后几年债券利率还可能上扬，一旦成为事实，这不仅会削弱纽可的股价，还有可能缩小纽可的盈利报酬率与政府债券收益率间的差距。如果公司成长率降低而利率升高两种情况同时发生，纽可的收益率将会低于政府债券。面对这种情况，较为谨慎的投资者应该去买债券，因为债券的定价已反映了通货膨胀。

比较股票与债券的六项法则

让我们再次简述这些要点：

（1）投资者的首要目标是寻找投资回报能战胜通货膨胀的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。已有两百年历史的股市证明，可以战胜通货膨胀的方法就是投资股票。

(2) 政府债券价格已经预先反映通货膨胀，你的第二目标就是战胜政府债券的零风险利润。如果你所选股票的投资收益还不及债券的收益，那么把钱投资于债券会较为理想。

(3) 比较股票潜在获利与债券获利的适当方法，在于比较它们的息票利率，也就是每年能为你赚进的金额。评估债券的获利为年息票利率；评估股票的获利即为该公司每年能为你赚进的预期盈利。

(4) 如果有可能，你应该买进的股票为当前盈利报酬率（当前每股盈利除以股价）接近或高于长期债券的收益率。如果利率为6%，你需要的盈余报酬率必须接近6%；亦即该公司的市盈率应该小于或等于17倍（译注：使用6%的倒数计算，即100÷6＝16.66）。如果利率为8%，你应该寻找市盈率小于或等于12.5倍的公司股价（8%的倒数，100÷8＝12.5）。

(5) 盈余报酬率低于债券收益率唯一可以接受的情况是公司正在成长，而且其产生的盈利报酬率预计可以很快地超越债券收益率。高成长率可以弥补低盈利报酬率，该公司的息票收益率应该在几年内即可优于债券。如果你必须等候5年或更久，盈利才追上债券收益，很可能你已经为该公司股票支付了过高的价格。

(6) 若想以极大差距战胜债券收益率，最好的方法就是尽可能在最便宜的价位买进成长股。你应该要善加利用盈利增长的复利效应，它可以为你的原始投资带来越来越高的回报率。

这种复利效应使得拥有成长股的报酬十分可观。持续的盈利增长可促使投资获利不断地增加。长期下来股价即会节节升高。如果某人在1988年买进摩里斯（以分拆调整后价格7美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买进)，10 年间的获利是惊人的：

年　度	每股盈利(美元)	以股价 7 美元买进的收益率(%)
1988	0.74	10.6
1989	1.01	14.4
1990	1.28	18.3
1991	1.51	21.6
1992	1.82	26.0
1993	1.35	19.3
1994	1.82	26.0
1995	2.17	31.0
1996	2.56	36.6
1997	3.00	42.9

能为摩里斯带来这么高息票获利的，当然是它当初相对较低的价格，7 美元相当于市盈率仅为 9.5 倍。如果投资者在 14 美元买进摩里斯股票，息票获利则只有一半而已。

毫无意外地，巴菲特的伯克希尔公司的投资组合中，包含相当多消费产业的成长股。许多作家与分析师都臆测，巴菲特一定做了相当详细的财务报表分析，才找到获利股。但是各种迹象显示，巴菲特最钟爱的股票还是具有稳定、成长的盈利增长，加上能胜过债券收益的息票利率。就以甘尼特(Gannett)报纸出版公司的盈利增长为例，巴菲特在 1994 年以约 24 美元(分拆调整后)的价格买进持股，或是说以市盈率为 16 倍买进了甘尼特公司 4.9%的股票。当时，30 年期债券的收益率为 7.8%。相较于 30 年期政府债券，巴菲特的获利相当不凡(见表 5-1)。事实上因为甘尼特的盈利报酬率很快便超越了债券收益率，所以巴菲特愿意溢价买进甘尼特的股票。进一步而言，当时的分析师预测甘尼特盈利的年增长率达 13%。因此，甘尼特为巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特提供了令人瞩目的盈利增长，尤其是在1997年底债券收益率跌到6%更是如此。

表5-1　1994年至2002年间，甘尼特实际与预期的盈利报酬率

（单位：%）

年度	每股盈利（美元）	24美元的获利	30年期债券的收益率	差距
1994	1.62	6.8	7.8	−1.0
1995	1.71	7.1	6.9	0.2
1996	1.96	8.2	6.5	1.7
1997	2.48	10.3	6.5	3.8
1998	2.78	11.6	6.0	5.6
1999	3.14	13.1	6.0	7.1
2000	3.54	14.8	6.0	8.8
2001	3.99	16.6	6.0	10.6
2002	4.50	18.8	6.0	12.8

毫无意外地，在巴菲特买进该股后的3年内，甘尼特的股价上涨超过150%。到了1998年初时，像甘尼特这类的新闻类股股价，市盈率高达20倍至25倍。此时巴菲特已两头获利，一方面是来自甘尼特盈利改善，这点可从研究该公司的历史盈利记录看出端倪；另一方面是因市场已经愿意为这些盈利支付更高的溢价。

当债券成为股票的另一种选择时

运用上述的方法，投资者即可决定股票的潜在获利是否优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于债券。一般而言，如果股票的盈利报酬率大于或等于债券收益率，股票更具吸引力。相对地，如果债券的收益率远超过股票的平均盈利报酬率，债券则最具吸引力。例如在1998年中，30年期政府债券收益率约为5.7%。标准普尔500公司的平均股价为市盈率30倍，即收益率为3.3%。因1998年初，公司盈利成长率正在下滑，相比之下，债券比股票要有吸引力。以公司盈利的成长速度而言，可能要花上好几年，盈利报酬率才能赶上并超越债券收益率。因此，投资者应该采取谨慎的方针避开大多数的普通股，只买盈利比较好的股票。

运用这个关系的另一个方法是，把公司未来几年的可能盈利拿来与三个月期国库券（风险最低的一种投资）在同期间的获利做比较。只要这么做你就能发现，公司的价值水平与预估成长率是否合乎逻辑，或者公司的投资价值仅是依赖未来才有可能实现的乐观假设。

让我们以微软与药品零售商Walgreen两只股票为例，这两只股票在1997年至1998年间的股价远超过其盈利的溢价。在1998年7月，虽然盈利年成长率预计只有22%，但微软股票的市盈率竟然高达71倍。同样地，Walgreen股价的市盈率为46倍，是其盈利成长率13%的3.5倍。若以高价买进这两家公司的股票，投资者必须确定它们的投资收益能高过国库券。然而如果市场不发生大的变盘，想要在1998年达成此目标，对微软与Walgreen而言都是不可能的。这两只股票涨幅已属离谱，投资者只能冀望还有足够的投资者愿意进场抢进股票以推升价格，否则，两家公司的盈利增长情况根本不可能在可接受的短期间内，给投资者满意的回报。

假设你有两种选择，一个是买进微软117美元的股票（1998年7月分拆调整后的价格），另一个是买进117美元的国库券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(利息 5.25%,而且可以每年延展)。同样是一个投资 5 年的计划,至第 5 年底,你卖出累积总额 151.11 美元的国库券,获利 34.11 美元。如果微软的股票要战胜国库券的获利,在第 5 年底其股价必须要高于 151.11 美元。如果你没有考虑到微软的盈利增长情况,这个目标看起来似乎很容易实现。如果微软的盈利成长率真如专家所预期,即使紧抱股票 5 年,其盈利报酬率还是远低于债券的收益率。

另一个检视这两种选择的方式是,可以看微软股价在几倍的市盈率时可以战胜国库券,也就是比较国库券的收益(本例为 151.11 美元),与微软在第 5 年年底的预期盈利(每股 3.56 美元)。唯有在第 5 年年底股价超过 151.11 美元,微软股价的获利才会战胜国库券。以第 5 年预期盈利 3.56 美元而言,要战胜债券收益,微软的股价在 2002 年必须达到市盈率 42 倍(译注:151.11 美元 ÷ 3.56 美元 = 42.44)。在这 5 年期间,微软的股价必须要有高于盈利的"超额溢价",才能保证股票收益战胜债券。这种情况的几率有多大呢?投资者是否可以期望他人在未来 5 年继续推升股价呢?答案是否定的。但投资者若是愿为微软的盈利支付高额股价,那唯一的答案是投资者把希望与获利寄托在几率上,赌其他投资者会把股价推升到基本面无法支撑的水平,这显然极不理智。

微软的投资回报率

年度	每股盈利(美元)	以股价 117 美元买进的收益率(%)
1998	1.61	1.4
1999	1.96	1.7
2000	2.39	2.0
2001	2.92	2.5
2002	3.56	3.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就此例而言，根本就不应该在117美元的价位买进微软的股票，因为微软的盈利有好几年的时间都无法超越1998年的债券收益。如果这只股票要胜出国库券，分析师的盈利预测就必须要实现。你要尽可能避开这种预测的陷阱。平心而论，微软有长期的高成长历史，因此不论何时这家公司都是很吸引人的买进目标。但是因为相对于公司成长率，这只股票的价格过高，投资者所承担的风险在于，意料之外的因素随时会吞噬未来的盈利增长。

回首 Walgreen 的估价也是一个极端。在1994年中到1998年7月期间，这支股票涨幅超过4倍，而盈利年成长平均只达13%。在零售业中，Walgreen 的成长记录是最稳健的公司之一。几年来，盈利成长率一直维持在11%至14%之间。市场向来是奖励稳健成长的公司，并把股价越推越高。在1994年初，该股股价为市盈率12倍时，投资者还避之唯恐不及。4年后，市盈率46倍的 Walgreen 股票，他们却抢得不亦乐乎。对抢到高档价位(48美元)的投资者而言，他们所承担的息票收益率如下表：

Walgreen 的投资回报率

年　度	每股盈利(美元)	以股价48美元买进的收益率(%)
1998	1.00	2.1
1999	1.13	2.4
2000	1.28	2.7
2001	1.44	3.0
2002	1.63	3.4
2003	1.84	3.8

假设 Walgreen 的年盈利报酬率能保持13%，投资者必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等 9 年(直到 2006 年)才会获得与 1998 年当时的债券收益率相当的收益,届时,Walgreen 才开始出现超过债券。当然,5 年内发生的任何事情都有可能破坏我们的假设。一旦市场走熊,Walgreen 的股票可能会跌至市盈率 13 倍的历史平均值,使得收益率大大降低,并降低该股表现胜出债券的机会。

如果使用我们在微软案例中相同的分析法,Walgreen 的股价必须持续高涨好几年,才能确保投资者有胜出债券的机会。假设你买进每股 48 美元的 Walgreen,或是年利率 5.25%价值 48 美元的短期国库券。5 年以后,短期国库券的价值会增长到 62 美元。如果 Walgreen 的股票的收益要超过短期国库券,在第 5 年年底(即 2003 年),股价必须涨到 62 美元以上。届时若如我们先前预测的,Walgreen 预期盈利将会达到每股 1.63 美元。也就是说在第 5 年,Walgreen 的股价必须至少有 38 倍的市盈率方能战胜短期国库券。换言之,未来 5 年其股价必须持续高涨,然而这种可能性相当薄弱,因为促成的关键,如持续的多头市场,是难以预料的。

债券收益率与股价间的关系

这一章,我强调了比较盈利报酬率与债券收益率的重要性。大体而言,股票的吸引力在于盈利报酬率会上扬至接近或超过债券收益率,而且公司的成长率能确保未来有超越债券的收益。这导致一个结论性的问题:根据债券收益率,投资人买进普通股票应该支付的价格是多少?这个问题要视公司的成长率而定。我先前所讨论的,如果公司有相当突出的成长率,则可以非常低的盈利报酬率买进(译注:即较高的市盈率),因为盈利报酬率很快地即可超越债券收益率。为了安全起见,投资者应该寻找盈利增长能在两年至三年内战胜债券收益率的股票。表 5-2 中依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

照这个法则做摘要，就债券收益率与公司成长率的不同，列出你应该买进的较高的市盈率（盈利报酬率的倒数）。如果情况允许，试着在低于建议的市盈率下买进股票。

表 5-2 可以买进的最高市盈率公司可持续的成长率

债券收益率	持平	10%	20%	30%
4.50%	22.2	26.9	32.0	45.4
4.75%	21.1	25.5	30.3	43.1
5.00%	20.0	24.2	28.8	40.9
5.25%	19.0	23.0	27.4	39.0
5.50%	18.2	22.0	26.2	37.2
5.75%	17.4	21.0	25.0	35.6
6.00%	16.7	20.2	24.0	34.1
6.25%	16.0	19.4	23.0	32.7
6.50%	15.4	18.6	22.2	31.5
6.75%	14.8	17.9	21.3	30.3
7.00%	14.3	17.3	20.6	29.2
7.25%	13.8	16.7	19.9	28.2
7.50%	13.3	16.1	19.2	27.3
7.75%	12.9	15.6	18.6	26.4
8.00%	12.5	15.1	18.0	25.6
8.25%	12.1	14.7	17.5	24.8
8.50%	11.8	14.2	16.9	24.1
8.75%	11.4	13.8	16.5	23.4
9.00%	11.1	13.4	16.0	22.7
9.25%	10.8	13.1	15.6	22.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

债券收益率	持平	10%	20%	30%
9.50%	10.5	12.7	15.2	21.5
9.75%	10.3	12.4	14.8	21.0
10.00%	10.0	12.1	14.4	20.5
10.25%	9.8	11.8	14.0	20.0
10.50%	9.5	11.5	13.7	19.5
10.75%	9.3	11.3	13.4	19.0
11.00%	9.1	11.0	13.1	18.6
11.25%	8.9	10.8	12.8	18.2
11.50%	8.7	10.5	12.5	17.8
11.75%	8.5	10.3	12.3	17.4
12.00%	8.3	10.1	12.0	17.0
12.25%	8.2	9.9	11.8	16.7
12.50%	8.0	9.7	11.5	16.4
12.75%	7.8	9.5	11.3	16.0
13.00%	7.7	9.3	11.1	15.7
13.25%	7.5	9.1	10.9	15.4
13.50%	7.4	9.0	10.7	15.1
13.75%	7.3	8.8	10.5	14.9
14.00%	7.1	8.6	10.3	14.6
14.25%	7.0	8.5	10.1	14.4
14.50%	6.9	8.3	9.9	14.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

『长线是金』

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“当一个国家的资本市场变成赌场的副产品后，资本发展的工作很可能无法完成。”

——凯因斯(John Maynard Keynes)

价值投资若要成功，你绝不能让外在因素干扰你的买卖决策。交易的两大首要原则是(1)买卖频率不要过高；(2)持有股票的时间应长到足以让股票反映其真正价值。

持股多久是理想的呢？这没有绝对的答案。几位伟大的价值型投资家各有全然不同的看法，在持股法则上也自成一格。表 6-1 显示在 20 世纪 90 年代期间，几位价值型基金经理人的平均持股期。例如，加百列在两年内获利 50%才会考虑卖出。近年来他所领导的加百列资产管理基金，周转率平均约为 18%，亦即他平均持股约为 5 年多。普莱斯的共同股票 Z 则比加百列更积极，这 10 年来，他的持股平均时间为 21 个月。正如加百列、普莱斯喜欢不计获利持有股票至少两年，以使增值潜力能获得最大成果。

相比之下，巴菲特则对这种缺乏耐性的行为嗤之以鼻。身为长线投资者，他习惯“永久”持有股票。巴菲特计划抱着他的核心持股(即他所谓“不可避免”的股票，如可口可乐、吉列等)直到进棺材为止，届时将这些股票转换成信托。巴菲特的方法有其相对的特殊性，并不适用于大多数的投资者，因为巴菲特直接持有公司，使他享有控制公司活动与财务政策的特权。他可以从这些公司收取盈利与股利，不必担心股市的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-1 价值型基金的资产周转率 （单位:%）

基金	经理人	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	平均持股期间(年)
Babson Value	Nick Whitridge	31	17	26	14	6	11	17	5.7
加百列资产管理基金	加百列	20	14	16	19	26	15	22	5.3
核心价值基金	纳葛维兹	79	76	51	35	31	31	55	2.0
梅森价值基金	William Miller Ⅲ	39	39	22	26	20	20	11	4.0
共同股票Z	普莱斯	48	41	49	67	79	58	50	1.8
Oakmark	Robert Sanborn	—	34	18	29	18	24	NA	4.1
水杉基金	卢内	36	28	24	32	15	23	8	4.2
强壮雪弗价值基金	雪弗	55	53	33	28	33	18	23	2.9
Yacktman	Donald Yacktman	—	—	61	49	55	59	69	1.7

资料来源:晨星公司(Morningstar, Inc.)

但是巴菲特并非每次都是买进不抛的投资人,我会在第十五章阐述这点,他的方法随着个人际遇而改变。今天,巴菲特掌握超过300亿美元的净值,他再也不能像在50年代与60年代一般,依靠买卖小盘股及价值被低估的公司获利。时至今日,这类股票对伯克希尔的贡献已微乎其微,所以巴菲特必须略过许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多能短暂获利的小盘股。为了弥补这个缺失,他买进并持有具备特许权价值(franchise value)的大盘股。由于锁定的大盘股太大无法全进全出,巴菲特的投资组合会任由市场摆布,因而必须忍受股票价格的扭曲与反弹。但是他目前所拥有的股票种类,到21世纪为止会比其他公司更能提供稳定获利的可能性。长期而言,他的投资效果依然被世人看好。

无论拥有的是小盘股还是大盘股,巴菲特、加百列、普莱斯以及其他价值型投资者所采用的都是十分直接的游戏方法——拥有公司直到它们无法提供令人满意的投资获利为止。无论基于本能或理性,许多事实都证明了,长期持股才是最佳的行动指标。抱牢股票最令人信服的理由是:投资者买卖过于频繁会降低获利。许多投资者并不了解,如果他们只是买卖股票而不是长期投资,那他们选择股票与掌握进场时机的技巧都必须无懈可击。如果无法掌握头部与底部的时机,或至少大多数的交易必须有获利,否则就无法战胜市场,而获利也可能会落后那些买进并抱牢的投资者。

有许多买卖债券、选择权、期货、商品的人都处于长期亏损状态,这是因为他们进出过于频繁。他们在这类零和游戏中非常卖力地竞争,结果金钱反而在不知不觉中流失。长期下来,他们获利的交易可能等于亏损的交易,且会持续地把钱赔在手续费与买卖价差上。如同月球上的大气一点一滴地流失;如果他们继续进行同样的游戏,他们的投资组合最终也会烟消云散。这点很像轮盘赌,只要不出现"0"与"00",赌徒永远有亏有赢,但是长期下来,赌场会慢慢吸干你的钱,一点一点地全部吸走你的本钱。

就像俄罗斯轮盘赌一样,证券投资也是一种游戏。借用分析师艾力士(Charles Ellis)所创的词汇,这是一场"输家"的游

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戏。在1975年发表于《金融分析师日报》(*Financial Analysts Journal*)的一篇文章中,艾力士把投资比喻成激烈的竞赛,场内成千上万的投资者争先恐后地搜寻少数"未被发掘"的股票,以期能战胜市场。艾力士指出,任何激烈竞争的游戏都会使参与者犯下无心之过,就如同高尔夫球或网球比赛一样。他断言,最成功的投资者并非是最精明的人,或是拥有最佳资源的人,或是在一只股票上赚最多钱的人。相反地,他们是那些在竞争场中最少犯错的人。

> **大部分投资机构的经理人始终相信,或者至少相信,他们有能力且能很快地再度"超越市场表现",事实上,他们既不能也不会战胜市场……。活跃的经理人相信能战胜市场是基于以下两项假设:(1)股市的流动性是一项优势;(2)机构投资是赢家的游戏。我的理论可能令人不愉快,由于过去10年来的重大改变,这些基本假设已不再真实。相反地,市场流动的是负债而非资产;机构的长期表现也会比市场差劲,因此资金管理已经变成输家的游戏了。**
>
> ——引自艾力士的"The Loser's Game",《金融分析师日报》,1975年7/8月号,原作第95页。

在输家的游戏中,例如高尔夫球,决定结果的是输家的行为。如果费尔多(Nick Faldo)赢得英国公开赛,他的成功主要应该归功于他的对手在为期四天的锦标赛中比他犯了更多的错误。这不是要抹煞费尔多在比赛中的表现,但是如果他以低于标准杆10杆赢得比赛,他应该感到十分幸运,因为没有其他选手在该周刚好打出低于标准杆11杆。同样地,到今天为止,投资世界本应会有许多像巴菲特一样的人,但巴菲特能技压群雄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为 40 年来他犯下的错误最少。他曾犯的都是"疏忽之过"(sins of omission),例如未能买进大涨的股票或太早卖出持股。输家游戏有点类似崔普(Donald Trump,译注:美国著名房地产大亨)曾经描绘的房地产投资:"下跌时做好保护措施,上涨时自然一切成功。"(崔普所著《*The Art of Deal*》,Warner Books,1987 年,原作第 48 页。)

艾力士证明崔普格言的正确性。他指出,频繁的交易(高周转率)以及胜利的欲望,必然会促使基金经理人追求低标准的获利。他以一个简单的公式表达他的想法:

$$\text{应得的获利} = \frac{(\text{周转率} \times 2X) + Y + (Z \times \text{市场获利})}{\text{市场获利}}$$

其中 X = 包含买卖价差在内的佣金成本平均值

Y = 基金管理与保管费

Z = 基金经理人希望达到的获利率目标

只要简单地举个例子即能证明艾力士的公式多么有效。假设有位基金经理人的目标是每年战胜标准普尔 500 指数 5 个百分点,而市场预期上扬 10%。为了达成目标,该基金经理人平均每 6 个月买卖股票一次(周转率为 200%)。再加上 3%的佣金平均值与 0.2%管理费,结果如下:

$$\text{应得的获利} = \frac{[2.0 \times (2 \times 0.03)] + 0.02 + (1.05 \times 0.10)}{0.1}$$

$$= \frac{0.12 + 0.002 + 0.105}{0.1}$$

$$\text{应得的获利} = 2.27$$

通过简单的计算推理,我们便可得知,如果该经理人想要以 5%战胜市场,他所获得的净获利(不含交易成本)必须为市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.27 倍(即高于市场 127%)。如此频繁地买卖，将使经理人不断地增加交易成本，并且不知不觉加重负担，因为市场每上涨 1%，经理人的股票必须上涨 2.27%方能战胜市场，这还不包括交易费用。

如果经理人只想与标准普尔 500 的获利相似呢？我们用 1.00 取代分子中的 1.05。根据艾力士的公式，要战胜市场平均每次买卖必须：

$$\text{应得的获利}=\frac{[2.0\times(2\times0.03)]+0.002+(1.0\times0.10)}{0.1}$$

$$=\frac{0.12+0.002+0.1}{0.1}$$

$$\text{应得的获利}=2.22$$

从以上的计算我们可以看到，降低期望并不能减少很多负担，经理人的净获利必须是市场涨幅的 2.22 倍(即高于市场 122%)。因此，艾力士公式中主要的驱动要素是周转率，周转率越低，每笔交易所需获利就越低。假设该经理人每年仅更动投资组合一次(周转率为 100%)，要达成同样的获利目标，买进的股票平均涨幅只需要高于市场 62%。

$$\text{应得的获利}=\frac{[1.0\times(2\times0.03)]+0.002+(1.0\times0.1)}{0.1}$$

$$=\frac{0.06+0.002+0.1}{0.1}$$

$$\text{应得的获利}=1.62$$

在我研究了艾力士的文章并了解它的含义后，才恍然大悟，它正如圣保罗致罗马的“使徒行传”，在 1508 年对马丁·路德的影响一样，当时马丁·路德发现所学与自己理性推论相抵触。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾力士的公式令人怀疑支持股票买卖的文章、论文与评论，也令市场买卖时机、技术分析等思想黯然失色。时至今日，艾力士的研究依然有一个难以回答的问题：如果股票买卖是隐含着处罚与赔钱的行为，为什么在这个领域仍有那么多人试着想要掌握股票短期波动的买卖时机？这个问题的解释在本书所能讨论的范围之外，但是我们可以断言，这主要牵涉到群众的贪婪心理，而非理性。

只要谈到这个主题，我们必须要澄清一个概念，也就是技术分析、解读价格波动，在价值投资法中并不扮演任何角色。身为价值型投资者与公司的股份持股者，你买卖股票的基础不应该构建在线图、短期市场波动、或价格与成交量形态之上。你应该仔细审视财务资讯，以决定公司的“公平价格”。公平价格的概念会从公司的报表中显露出来，而无法从股价变动中进行推导。事实上，如果遵守技术分析僵硬的数学游戏，即等于相信效率市场。而我们已经在第三章摒弃了这个理论。

后续的研究也证明了艾力士在 24 年前提出的看法。加州大学财经教授欧登(Terrance Odean)与鲍伯(Brad Barber)于 1998 年所提出的重要研究证明，买卖股票过于频繁将导致获利不佳。欧登与鲍伯研究了至 1996 年 12 月为止 6 年期间，7 万 8 000 个家庭的股票买卖行为，令人惊讶的是，他们发现一般投资者的选股还能跟得上市场。6 年期间，一般家庭年获利为 17.7%，这比市场 6 年间获利 17.1%稍高些。然而，减去手续费与买卖差价后的净获利只剩 15.6%。买卖股票越频繁的家庭，年获利就越低，这些家庭中买卖股票最频繁的 20%(以投资组合周转率计算)，平均年净获利只有 10%，而最少买卖股票的家庭获得的平均净获利为 17.5%。换句话说，一般投资者同样可以有相当好的获利，只要不在市场上杀进杀出妄想赚更多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱即可。事实上，投资者多半是想成功想疯了，才会强迫自己犯下代价高昂的错误。年获利10%与17%之间的差距是相当惊人的，如果你以复利计算10、20年就可得知。他们的结论是：

> 实验证明：过度自信会导致过度的买卖……。唯有交易成本与交易频率，方能合理解释采样期间这些家庭的差劲获利表现，投资组合则不影响获利表现。
>
> ——引自欧登与鲍伯的研究论文"The Common Stock Investment Performance of Individual Investors"，加州大学管理学院，1998年，原作第2页。

20世纪90年代末期，过度自信导致过度交易的情况变得十分明显。在1997年，根据纽约证交所数据，所有投资组合的平均持有期约为17个月。6年前，投资人持有股票的平均时间为26个月，比之前长了一半的时间。看到这种情况，欧登与鲍伯所获得的结果就不再那么令人惊讶。1998年，投资者更是自信度高涨，他们似乎把成就归功于自己的选股能力，而不是多头市场。他们逐渐相信，自己可以在股市中杀进杀出，掌握完美的时机、头部与底部，稍后可再买回他们钟爱的股票并且获利。但相反地，他们的获利已经注定平淡无奇。

抱牢股票的原则

我们设定三项法则，来进一步讨论持股时间的长短：

(1) 你的持股时间必须长到足以让市场重新评价该股票。因此，你不应该设定不切实际的持股时间表。期望任何股票能在短时间内大涨是荒谬的。如果你希望股票涨得越多，该股票相对于公司内在价值被低估的程度也必须越大。此外，你也绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不应该寄望其他投资者对股价被低估的看法会与你相同。如果他们的看法与你相同，这只股票也没什么价值，而价值投资法的有效性也不复存在。如果你要发掘一只潜力股票，首先必备的是你自己的耐心。

成功的选股就像科学一样，是一种发现的过程。在市场中追逐趋势的大众认同你的观念之前，可能会需要一段时间。只是你必须等待多久，就得视各家公司的情况而定了。哈雷摩托公司(Harley-Davidson)在 1996 年中期开始从 49 美元滑落到 33 美元，几乎下跌 33%。但是它并未在低价徘徊太久，股价低估的情况几乎是马上就被发现。哈雷摩托公司的走势在 1997 年 4 月反弹回升，才 3 个月的时间即再创新高。在首度创新高时，股价为市盈率 25 倍；而在底部时，只要市盈率 17 倍就可以买到股票。相较之下，Superior Industries 这只股票在 20 多美元(市盈率 13 倍)盘整近两年的时间，投资者才终于发现了该公司的内在价值，因而推升股价。

然而不论你要等多久，必备条件是这家公司必须能持续地为你创造盈利。在稍后几章我会阐释，你拥有公司的盈利并且有资格分享它们。理论上，股价涨幅至少要等于每股获利，这是在持股期间公司赚到并保留下来的，也是投资者应该优先选择有获利能力公司的原因。

(2) 只要股票能继续保持或超越你预期的获利，就应该继续抱牢。价值投资法可以是开放式的。只要公司股价依然被低估就应该续抱股票，除非能找到其他更合适的价值低估股票。但是一旦股票开始上涨，价值型投资者通常都会面临困难的决定：到底应该在股价趋于合理时马上卖出，还是要让获利继续下去？如果要续抱，那要再抱多久？就这点而言，价值型投资者最好不要画地为牢。让获利继续下去是自然而谨慎的做法。唯有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在下列情况下才应考虑卖出持股:①股价已经涨到极度高估的价位;②其他更具吸引力的投资目标浮现;③该公司已经把预期盈利分给投资人,并且无法再维持当前的成长速度。

(3) 最起码,你应假设你会持有该股票至少两年。这通常是股票涨到公平价格所需的时间。

为何持股时间越长越好

假如股市的涨跌是一致的,或至少跟随着销售与盈利成长波动,那么就没有必要理会市场的买卖时机,没有必要做技术分析,也不需要训练成千的分析师、市场策略师与基金经理人,来过滤财经资讯与预测事件的方向。我们只要选择在未来几年有可能提供最佳盈余流量的股票,然后一路长抱到底就好了。

然而市场行为从未如人们所预期。它可能是世界上最不可捉摸的组织。它以古怪的形态行进与反弹,让人觉得犹如阿拉斯加蜿蜒的海岸线,而不像是制定价格的有效机制。这些价格波动(短期趋势的反弹)是市场时机投资学派的起源,由于相信这些波动能创造巨额利润,所以许多人想要掌握市场或股票的买卖时机(见图 6-1)。假设两只从 10 美元涨到 25 美元的股票,一只呈现不规则上涨趋势;另一只以先涨 4 美元,后跌 2 美元的趋势持续上扬。账面上,以 10 美元买进任一只股票抱牢至 25 美元,都可以获利 15 美元,或是 150%。

“胜利点”法则

但是由于两股的股价经过波动后,获利空间远超过 15 美元。事实上,股价越波动,战胜从头到尾两点间获利的机会就越多。我称这种机会为“胜利点”(winning points),它们的定义为:在个股波动幅度上所可能获得的最大获利。在上例中,虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

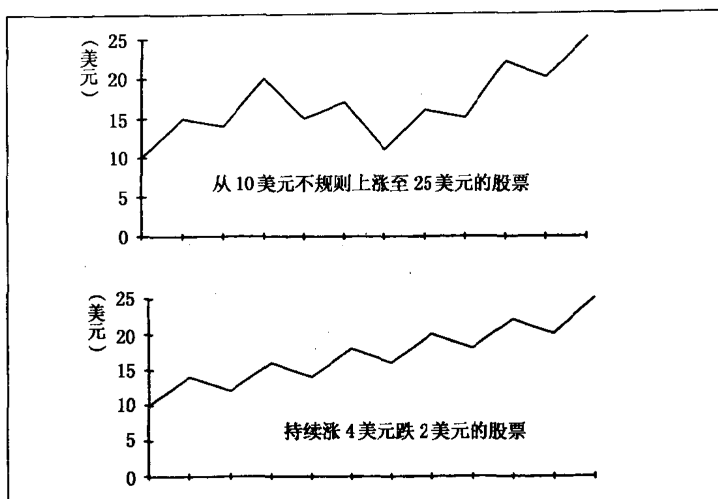


图 6-1 短线买卖时机的陷阱

两股总共上涨 15 点(译注:个股一点为 1 美元),但是对于能在最高点与最低点准确掌握买卖时机的人,第一只股票所能创造的潜在获利有 30 点。简单地说,胜利点是所有涨幅的总和。图 6-1 中第二只股票能产生 23 个胜利点的获利(5 波 4 点的涨幅与最后一波 3 点的涨幅)。因此 10 美元的投资一路随着行情,涨到 25 美元,可以获利 23 美元。如果这两只股票的波动比原先假设的还要剧烈,胜利点可能还会更多。实际上,如果长期下来股票波动性够的话,你的投资还有可能达成无限获利。以通用汽车为例,从 1988 年至 1997 年中,股价一直在 30 美元至 65 美元间摇摆。投资者如果从头到尾长抱的话可以获利 35 美元,获利约为年复利 9%。但是因为通用汽车的股价在这段期间波动相当激烈,如果投资人能够完全掌握短线涨幅且及时退出,他的资金能有 4 倍以上的成长。在 10 个主要波段中,短短几个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用汽车即上涨 10 美元或更多,然后再下跌(见图 6-2)。某段时间,通用汽车上涨超过 30 美元,然后又几乎跌回原点。如果投资者能够成功掌握每日买卖时机,他在通用汽车上的获利至少会是长抱型投资者的 8 倍。

不规则上涨的股票　　　(单位:美元)

策　　略	交易次数	手续费	税后获利	税后利润(%)
买进抱牢 100 股	2	24.75	1 008	102
准确掌握头部与底部	12	155.99	2 780	281
错失头部与底部 5%	12	117.41	1 529	154
错失头部与底部 7.5%	12	102.52	1 075	109

持续上涨的股票　　　(单位:美元)

策　　略	交易次数	手续费	税后获利	税后利润(%)
准确掌握头部与底部	2	125.41	1 782	180
错失头部与底部 2.5%	12	109.42	1 282	130
错失头部与底部 5%	12	95.88	877	89

论高低点买卖时机

之所以很少有人能成功地把握住市场买卖时机是因为他们很难做到。这部分投资者试图从短线机会创造事业,但如果无法妥善利用这些机会,犯的错误也会扩大。图 6-1 显示,如果有人试图在股价顶点卖出,但却未能精确地掌握时机,会发生什么事? 很明显地,不用多少错误即可断送这位投资者的获利,买卖时机的优势也随之消失殆尽。在上例中,投资者若以每股 10 美元买进 100 股,又能精确掌握买卖时机,则可获利 2 780 美元或 281%(假设买卖佣金为 1%),轻松战胜长抱型投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

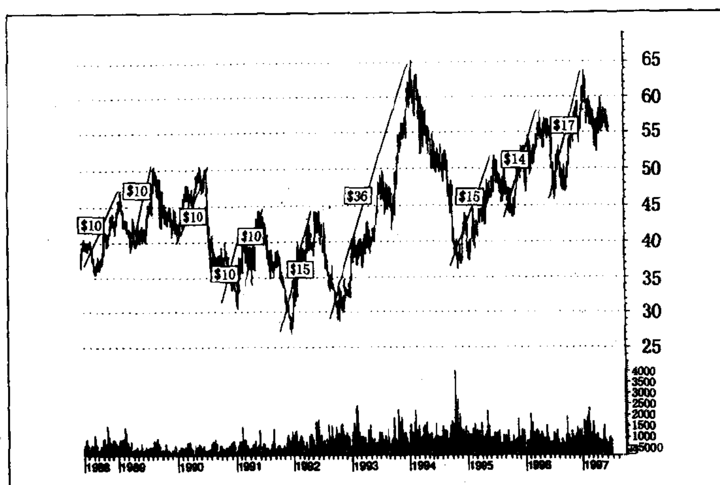


图 6-2 通用汽车股价走势图

但是如果投资者无法准确掌握买卖时机会发生什么事？如果在高低点各有 5%的误差，他们的获利就可能降一半。只要误差达 7.5%，他们的净获利即落后长抱型投资人。7.5%的误差并不大，以 15 美元的股票来说仅有 1.13 美元。如果股票在 15 美元见顶，而你却等到 14.25 美元才卖出，加上佣金与买卖价差等因素，长抱型投资人的获利将超越你。事实上，如果是小盘低价股，光计入买卖价差的比率即足以让你错失在最高价卖出的瞬间时机。

另外，若要获利 2 780 美元，投资者必须把先前卖出股票的获利全数再投资。因此，他们的买进价格会不断地提高，损益平衡点也会跟着拉高，增加了下跌风险，甚至在最后可能持股数反而减少。这个重点一定要记得，如果只在投资部分获利，会降低你的整体获利能力，并使长线获胜的机会更加渺茫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实例:1988 年至 1996 年的道·琼斯工业指数

假设你在 1988 年 1 月买进道·琼斯工业指数,并持有到 1996 年 8 月。你买进的点数应为 1 938.83,等到指数涨到 4 640.84 时,税前获利为 139.4%,税后获利为 94.5%。若掌握市场买卖时机,你能战胜这个获利吗？理论上是可以的,因为道·琼斯指数有足够的震荡幅度,价格反弹够深,能产生足够的胜利点。若略去每日的波动,仅从中期的市场趋势来看,7 年间道·琼斯指数产生了 4 830 个胜利点,约比市场上涨的绝对值多出 78%。反弹产生了 2 128 个失败点。若你能准确地把握顶点与低点的时机,扣除手续费与税赋后,获利可达 186%,相比之下长抱型投资人只有 94.5%(见图 6-3)。

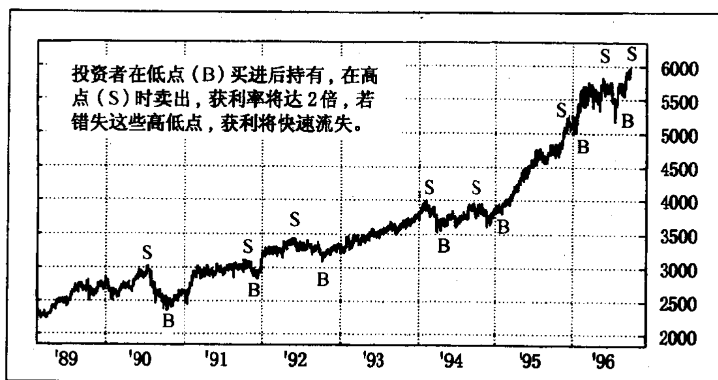


图 6-3　1988 年 1 月至 1996 年 8 月间道·琼斯指数的买卖时机

(投资道·琼斯指数 1 000 美元;假设手续费 1%,税赋 31%)

但从图 6-3 来看,事情并不简单。如果你的买卖错失了 5%,也就是见底后上涨 5%才买进、见顶后下跌 5%才卖出,你的获利只会有 92%,而长期持有型投资者即可战胜你的获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策　　略	交易次数	税后获利(美元)	税后利润(%)
买进抱牢	2	2 495	130.0
准确掌握头部与底部	16	5 056	263.4
错失头部与底部 2.5%	16	3 418	178.1
错失头部与底部 5%	16	2 179	113.5

我不知道有什么投资者能以5%的准确性命中头部与底部。事实上,回顾一下就可知道投资者很容易错过头部与底部的5%。大部分的情况,投资者错失市场头部与底部的时间约为一周左右。这时投资者就必须对市场波动迅速反应,然后自求多福了。

为什么买卖时机不对,侵蚀获利会这么快?原因在心理与动能。股票在接近极点时的涨跌比率是最快的,最佳的例子是1994年2月4日下跌96点的大抛售。当天是联邦储备委员会一连串升息之前的第一次宣布升息。市场在4天前已经见顶,但并未透露出任何卖压笼罩的强烈讯息。这次2.5%的下挫意外重创未能及时退场的投机派人士。另一个例子是1997年4月的市场快速反弹,当时道·琼斯工业指数几乎重挫10%,然后又突然反弹回升,两个月内上涨20%,这类反弹是相当典型的例子。行情的动量来自快速冲刺,但是动能累积得太快时又会瓦解。市场时机派通常都会错失这种机会,因为他们无法每次都掌握住高低点的买卖时机。

如前文所述,假如能够完整精确地把握1988年到1996年8月间道·琼斯工业指数的所有买卖时机,所能创造的胜利点即可达到4 830点。但是怎么才能知道何时买卖呢?应该要使用哪个指标呢?过去几年,我尝试过数十个常用的价量指标,结果发现在这7年间没有一个指标能准确地指出指数的高低点。有些指标还相当离谱,最好还是与其他指标并用以增加获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些技术指标所犯的错误如下：

- 大部分接受测试的指标分别在 1995 年及 1996 年放出卖出讯号，1996 年的指数水准约为 4 350 点。因此，投资者将会错失市场后续 4 000 点的涨幅。
- 大部分的价量指标都会让你在 1990 年与 1992 年密集地买卖，这期间市场的震荡幅度很低，释放出许多买卖的假讯号。
- 任何根据股利报酬率买卖的人（也就是在标准普尔 500 股票的收益率低于 3%即卖出持股的人），错失的至少是往后三年的多头行情与超过 100%的利润。
- 即使是根据严格的买卖标准（低价账比、市盈率、股利价格比），如果价值型投资者试图估计市场的买卖时机，他很可能会留在场外观望并错过 90 年代中期强劲的多头行情。

假如比较基金经理人的市场操作成果，得出的结论就会更加明确。尽管他们手中掌握着数百万美元的研究经费，随手可得每分钟刷新的各种证券信息，每年还是有超过 80%的股票基金经理人未能跑赢标准普尔 500 指数。许多人都依赖各式各样的模型预测买卖时机。而且有些在业界颇受敬重的基本与技术分析师，自 1991 年起即鼓吹保持大量的现金仓位，结果他们的客户通通错失了这个世纪大行情。

驳斥市场投机理论最好的方法，就是把它视为无稽之谈。我创造了七大“诫律”引领投资者跳过这种估计时机的陷阱。衷心期待你能把这些法则运用在持股上，你最后会发现制造价值最好的方法是公司的行动，而不是市场。

市场买卖时机的七大诫律

(1) 首先应该界定你愿意在市场投资的时间。你的持股期间将决定采用持有股票还是进行买卖何者较为合理。你预设的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持股期间越长，长期持有的策略就越合理。

(2) 进场操作期间，市场预期的震荡幅度一定要够大，才有机会战胜长期持有策略。否则，最好还是继续持有股票。

(3) 市场的震荡幅度越高，“赢利点”就会越多。因此，获利的机会就越多，也越能胜过长期持有股票的获利。如果震荡幅度很低，成功掌握市场买卖时机的机会也会减少。在这种情况下，最好还是继续持有股票。

(4) 市场或股票的震荡幅度越低，买卖的损失就会越多。你的时机买卖模型会放出过多间隔很近的买卖信号，每笔交易还是得支付手续费。

(5) 若要成功地买卖股票，赢利点一定要比亏损点要多。理想比率至少要达 2∶1。总体比率趋势必须要向上，且预计会持续上扬。

(6) 战胜长期持有型投资仓位的机会，主要要看你的买卖时机距离高低点有多近。只要错失极端点位几个百分点，即可抵消掉大部分买卖时机的优势。

(7) 尚未有任何技术指标可以准确地预测股票或市场的高低点，而且将来也不会出现。会造成市场震荡的因素不断改变，也多到无法成功地量化。即便这些因素可以量化，大部分的投资者既缺少资源，也没有足够的信息和资料可以创造这种模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 快速回收投资成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"如果你买进定价过高的股票，真的是一大悲剧。因为即使公司真的一炮走红，你还是赚不到钱。"

——引自彼得·林奇所著《选股战略》(*One Up on Wall Street*)，Penguin Books，1989年，原作第244页。

几乎所有牵涉到钱的事件中，我们都被教导要从获利的角度来思考。如果你在当地的银行或储蓄银行(thrift)开立储蓄账户，你会问的首要问题可能就是有关该账户的利率。"投资报酬率"(rate of return)即是决定性标准，因为几乎所有其他因素都相同：储蓄账户都有保险，支付利息的时间也差不多，银行也收取相同的账户维护费。如果有机会评估几个不同的储蓄账户，你大概会选择利息最高的那一个。为什么？因为你知道高获利也等于高报酬率。

赌博时，你也会做着同样的练习，不论是赌马、轮盘赌、或福利彩票，你的心里一定这么盘算着：你会试着分析哪一种游戏、哪一匹马、哪一组数字组合、或哪个硬币能让你的原始投资最快获利。

报酬率的概念众所周知，大小企业都常运用它，它是每个预算决策管理的基础。当土地开发商买进土地并分批卖给建筑商时，他们会盘算新街道、下水道、公共线路的投资报酬率有多大。他们的起始投资回收得越快，把获利投资于新开发案的速度也会越快。当石油公司考虑是否扩建炼油厂时，它会先预估来年的销售与获利，再决定年获利与资金回收时间。

同样地，当Cracker Barrel的主管决定是否要扩建新餐厅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，他们会先考虑“投资报酬”(return on investment)，也就是计算投资回收时间后才做决策。建新的 Cracker Barrel 餐厅需要超过 350 万美元的资金，包括买地、盖餐厅、装修厨房、添购桌椅、采购食物、新奇的装潢、并在当地购买广告时段或广告板等等的费用。然后，管理阶层的财务目标是尽快在这间餐厅的账面获利上回收 350 万美元。这笔钱的回收期越长，Cracker Barrel 资金被套牢得越久，越无法以回收的资金再扩增其他分店。幸运的是，Cracker Barrel 资金是餐饮业中回收速度最快的公司之一，这也是它非常赚钱的理由。Cracker Barrel 餐厅年获利超过 100 万美元，为公司原始投资报酬的 25%至 30%，这使得该公司大约三年即赚回成本。

投资报酬率回收的组成要素

投资者的资金回收期应该有多长？原则上，如果投资买入私人公司，这家企业所产生的获利或现金流量，应该足以让你在 5 年至 7 年内收回原始投资额。如果你花 20 万美元开洗车厂，你期望的最低年获利达 28 000 美元至 40 000 美元。如果资金的回收期超过 7 年，你就应该考虑撤资。每增加一年，无法控制的因素就会增加，如经济成长趋缓、通货膨胀、新竞争者的出现、流失重要合约或雇员等等。这些意外都会使销售额降低，并延长资本回收期。如果回收期达 10 年以上，投资者即形同把钱丢到水里，他们不但会受到上述各项因素的影响，年获利几乎都被通货膨胀侵蚀掉了。

假设 Home Depot（译注：美国著名的大型家用设备连锁店）花 1 500 万美元在达拉斯开设新店，在做这项决策时，该公司相信新店每年的平均销售额可达 2 000 万美元，每年税后盈利为 300 万美元。如果依照此原则，原投资 1 500 万美元在第 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年年底即可回收,这样年获利率 20%还算合理。但是如果 Menards、Lowe's 与 Hechinger's 也都在距离 Home Depot 达拉斯分店两英里内开店,情况又会如何呢? 达拉斯的居民能够常常光顾这四家店吗? 在这种情况下,Home Depot 无法达成每年 2 000 万美元的销售目标。它可以采取增加广告预算或预算降低售价等措施,但必须承担毛利率与账面盈利降低的风险。如果年获利最后降至 200 万美元,Home Depot 的成本回收期将增加到 7 年半。若获利为 150 万美元,回收期将长达 10 年。

当然,通货膨胀也会侵蚀达拉斯店面获利的价值。如果年通货膨胀为 3%,调整通货膨胀后,150 万美元的获利在第 10 年只有 112 万美元的价值。直到第 13 年年初,Home Depot 才能回收原始投资的 1 500 万美元。如果通货膨胀平均为 5%,完全回收则要等到第 15 年第一季才会发生。

现在应该很明显,为什么企业喜欢快速回收成本。未来几年内任何事件都可能发生,因而降低了 Home Depot 的预期获利:达拉斯可能陷入房地产不景气的困境中,建材的销售可能一蹶不振;该店的消费税与地产税可能会加倍;市议会可能允许在一英里外设立零售中心,抢走了该店的生意;或者市议会可能会设立工商特区,给予 Home Depot 的竞争对手免税优惠,使他们不得不降低售价。

回收期涉及投资方法的选择

希望在 7 年内回收成本,听起来似乎蛮贪心的,但全世界有成千上万的投资机会可供选择,你应该优先考虑那些能快速回收成本,且只含可接受风险的投资机会。如果街角的洗衣店可以 5 年回本,那为什么要在洗车厂苦候 10 年? 如果两者风险程度相同,你应该将所有资金投入洗衣店。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，这两个关键概念也应用于回收分析：(1)机会成本(opportunity costs)的概念；(2)获利必须可实际计算。

计算机会成本

在古典财政学中，回收是一种竞争性概念。因为企业的营运目标在于最大化投资总获利，企业在资本计划上每一块钱的花费都必须创造最大可能的利润。因此，每项计划必须以最有效利用现金为基础，企业可以也应该把资金投注于更能创造利润的计划。

很明显地，投资报酬的高低受到计划及许多因素左右，也会受定价能力与产业竞争环境影响：一座高尔夫球场兴建在没有其他竞争者的市区，每年可以创造30%的投资报酬，但若邻近已有四家球场，获利可能仅达到10%；独占市场的报社其获利一定较佳，然而一旦纽约有新报社兴起，情况将为之改观。投资报酬也因产业类别而不同。5亿美元的新汽车装配厂只能为克莱斯勒或福特汽车带来7%的获利，但是若兴建微处理器厂则可为超微(Advanced Micro Devices，AMD)或英特尔带来25%的获利。在加拿大，麦当劳或温蒂餐厅年投资报酬率达18%。

理论上，若一家企业愿意且能够兴建汽车厂或高尔夫球场，它应该选择高尔夫球场。但这不一定实惠。通用汽车的业务是制造汽车，而且其核心竞争力也在于制造汽车，所以通用汽车必须每次都选择兴建车厂，即便车厂的年获利较低亦复如此。同样的情况，高尔夫球场设计师Pete Dye也不应该梦想要巡视别克汽车(Buick)的装配线。

当然，通用汽车还有其他的选择。除了建新工厂之外，它可以针对表现不佳的现有工厂推动现代化，或许还可以把获利率推升至7%；或者也可以买下获利率超过7%的供应商，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或关闭赔钱的工厂，结果也能推升所有工厂的总体获利率。它可以卖掉一家工厂，用这笔钱还清8%的贷款，或干脆把5亿美元投资政府债券，并试图获取高于7%的投资报酬。如果这些选择方案的获利能优于新工厂的预期获利，通用汽车应该优先采用。

身为投资者，通用汽车应该把花钱的决定视为机会的得与失。只要把钱投资在A计划，就不可能再把同一笔钱投资在B计划，不论通用汽车用这一块钱增加产量或工人都是一样。就算通用汽车今后能再把钱赚回公司也不行，这一块钱所提供的报酬率还必须与通用汽车在其他地方赚到的获利相比。

对于个人投资亦同。市场每天提供上千个投资机会，我们学会了过滤所有的投资选择，以找出少数符合我们的风险与利润要求的目标。同样地，我们也学会比较获利表现与股票指数的方法。如果你的经纪人告诉你，去年投资组合增值了12%，你的喜悦可能只能维持到你听见股票市场上涨18%。一旦你发现竞争者的投资超越自己的表现，你就必须改变思考模式，并审视机会成本。就此例而言，资金的机会成本相当高，因为选择了差劲的投资目标，你会失去额外6个百分点的机会。

获利必须明确

了解投资报酬率的第二个关键概念是，获利必须可以实际计算。一定要有衡量获利的标准单位，让你明确分辨是否A计划优于B计划；是否高尔夫球场优于汽车厂；是否Home Depot在达拉斯开新店比完全不开店要好。这个衡量的单位叫“现金流量”(cash flow)，或称为“净收益”(net income)。

许多投资者错把股票涨跌表现视为投资报酬，他们是自欺欺人。股价代表的是投资者对价值的看法，并不是实际价值，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时投资者看到公司提报高额盈利，但股价却大跌；或眼看着股价上下大幅波动，但公司的获利能力却没有任何实质的改变，这对投资者是相当痛苦的。股市不是实际价值的仲裁者，而是个人交换价值判断的论坛。

股票获利的衡量标准应该是净收益，因为净收益是实际可见的，它不像股价一样上下波动，也不会像多头市场一样消失不见。如果公司年获利达 100 万美元，公司的净值即增加 100 万美元。获利会体现在资产负债表的“保留盈余”(retained earnings)中，它可增加股东权益与企业价值。当然，该公司可以把 100 万美元全当成股利发放，股东有领取的资格，或者可以全数“保留”，把获利留存公司并希望将来可产生盈余。或者，公司也可以发放部分盈余给股东，然后保留剩余的部分，这也是最常见的策略。

另一方面，身为股东的你可享有这 100 万美元的分红。如果你有 1%的持股，你可以享有 1 万美元；如果你拥有一百万分之一的股权，你有资格拿 1 美元。该公司可以支付所有金额；或者支付部分金额并保留另一部分；或保留全数的资金。

当你买进股票时，就享有公司未来的盈余分配权，并实际享受公司一季、一年或 10 年的成就。这是你在实际获利上所能获得的唯一保证，没有人能保证股票的价值会增加。事实上，股价在你持股期间可能不会有任何改变，那是因为除了大众善变的需求之外，没有任何东西能推升股价。战争可能爆发、经济可能陷入萧条、空头市场可能降临、基金经理人可能已经懒得再继续持有你的股票。这些因素都可能造成股价长期下跌。在 1973 年至 1979 年间，宝洁的股票连续 7 年下跌。这段期间，该公司的销售增长 3 倍，净收益增长 1 倍，而其股票连续 7 年下跌；威尔玛特百货(Wal-Mart)的股票在 1993 年见顶，而且 4 年内未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再创新高，而其盈利能力却连续增长，销售增长达 1 000 亿美元以上。

你应该如何以盈利来估计回收期？只要把公司盈余加总，再与原始投资做比较即可。但如果你花 50 美元买进杜邦股票，从你买进那天算起，直到杜邦的每股净收益达 50 美元那天为止，才能算完全回本。如果杜邦持续每年每股盈利有 2 美元，回收期将长达 25 年。如果第一年每股盈利 2 美元，你只不过拿回了投资金额的 4%。在这第一年期间，杜邦股价的表现是毫不相干的，它可能上扬 30%，也可能下挫 20%，因此，估计股价表现是毫无意义的。尽管你乐观地估计杜邦股价会上扬 30%，但应该谨记这段行情并不合理，因为投资 50 美元，获利才只有 4%，这段行情自然有问题。次年股票可能会转向并直线下跌。同样地，如果公司的内在价值上升，杜邦股价却下跌 20% 也不合理。

股价的波动不能作为衡量投资报酬的工具。股价波动的模式是随机、无意义的，偶尔能反映公司的实质价值，然而一般而言则不是如此，就像是有故障的时钟，一天只有两次是正确的，大部分的时间根本就不准确。相反地，净收益是具体且固定的，它的基础是公司为你所赚的实际金钱，可以增加公司净值。股价的基础是买方对股票的信心，仅限于当时。用股价波动衡量回收期，就像是用赌马下注的金额来衡量纯种马匹的价值一样荒谬。

明显地，极少投资者会持有杜邦股票，直到公司税后每股盈余达 50 美元。他们持有其他股票的时间也不会长，通常，投资者的持股时间多半少于两年。不论持股时间长短，你应该期待公司所创造的盈余可发放给你，也可保留在公司强化内在价值。

如果你持有杜邦的股票两年，这段期间公司创造了每股 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的盈利，可预期的是，股利与保留盈余共计 5 美元。如果 5 美元全以股利形式发放，你就不应预期股价会有任何波动，因为杜邦的每股净值并未增加。若将 5 美元全数作为保留盈余，合理的预期是两年间股价应该攀升 5 美元。如果管理阶层善用 5 美元，兴建更有效率的工厂，付清债务，扩张海外的新市场，杜邦净值应增加超过 5 美元，让股价至少上涨 5 美元以上。

即使持股时间延长，这个关系也将维持不变。如果往后 10 年，杜邦每股盈余 25 美元，你可以期待股价至少是增加 25 美元。以原始投资 50 美元而言，总共回收了 50%的资金，或年投资报酬率为 4%。年获利 4%真是少之又少，但从市场历史来看，这是很常见的，直到最近，股价涨幅才倾向于跟随着公司净值增长。虽然近来公司获利突飞猛进，而股价飞跃的速度更是盈余的 2、3 倍，但这是不正常的，最终总有回归到现实的一天。

从 1928 年至 1997 年，道·琼斯指数每年平均只上涨 4.9%，而非一般相信的 10%至 15%。道·琼斯成分股的盈余在这 69 年间年增长率为 4.7%，其账面价值约每年成长 4.3%（见图 7-1）。所以在股价成长、盈利成长与股东权益成长之间有紧密的连动性存在。

使用市盈率估算净收益与投资报酬

净收益与投资报酬有什么关系呢？股票的市盈率最能说明这一点。市盈率是投资人愿意为公司当前与未来盈利所支付的股票溢价。如果市盈率是 20 倍，投资者支付 20 美元买进公司当前为投资者所创造的 1 美元盈利，这等于是每年获得投资额二十分之一的报酬率。如果市盈率为 50 倍，投资者所获得的报酬率为原始投资的五十分之一，或投资报酬率仅有 2%。如果市盈率为 8 倍，投资报酬率为 12.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

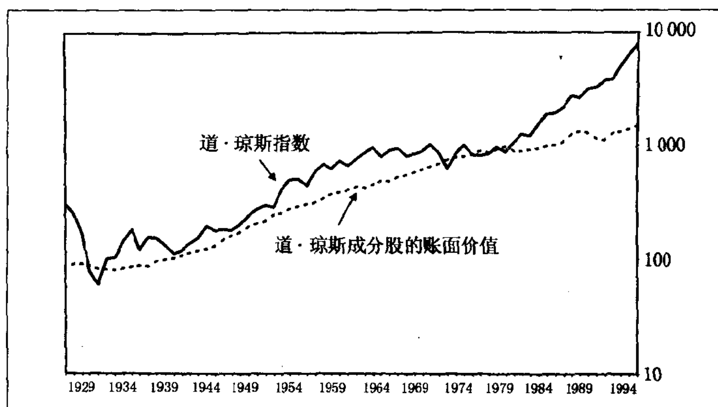


图 7-1　1929 年至 1997 年之账面价值与道·琼斯工业指数

明知投资回收期延长，为什么投资者还会追高市盈率的股票？原因在于公司的盈利成长率，这才是估计投资报酬率的最后标准。公司盈利成长得越快，所创造的盈利帮你回收投资也越快。如果开始时杜邦的盈利为每年 2 美元，且年成长率为 10%，你回收 50 美元投资的速度会比年成长率仅为 5%时更快。理论上，对杜邦公司未来表现的预期会反映在市盈率上。如果投资者相信杜邦能有 10%的年盈利成长率，他们可能会愿意以市盈率 20 倍买进股票。如果他们预期杜邦只有 2%的盈利成长率，股票市盈率可能只达 10 倍。

并没有特殊的公式能显示市盈率与成长率间的关系，基于投资者对资讯解读各有不同，他们也只能接受这两者的歧异。理论上，如果公司年成长率为 15%，股价的平均市盈率应该是 15 倍。如果盈利成长率达 35%，平均市盈率可以是 35 倍。而实际上，股价与盈利之间很少呈现这么理想的均衡状态。这是因为投资者对新变数的反应极快，例如利率改变、短期盈利不理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想、经济疲软等。他们对成长的看法会不断改变，对市盈率而言也一样。软体公司的股价可能第一个月市盈率 46 倍，下个月 52 倍，再下个月只剩 35 倍，而在这段期间，盈利还是以稳健的速度成长。新兴生化公司第一年的股价市盈率可能为 20 倍，第二年为 100 倍，第三年为 15 倍。

基本上这是一种尝试错误的过程，投资者不断地在其中调整他们对成长的估计。价值投资者不应该参与这种游戏，因为几乎所有案例都显示，在股价波动时下注与回应短期趋势都会损害投资者的获利。

回收期间表

然而还是有个公式，虽然不怎么神奇，但还算简单得很讨人喜欢，能让市盈率、净收益与投资报酬率之间的关系一目了然，保证不会让你为公司盈利上支付过高的股价。详细情况明列在回收期间图中（见图 7-2）。使用本图，你可以快速测出是否可以在短期内回收投资在公司的资金。假设摩里斯的股价 45 美元，去年每股盈利为 3 美元，盈利年成长率为 15%。有了 45 美元的股价与 3 美元的盈利，我们即可轻易算出市盈率为 15 倍。若想要拥有摩里斯的 3 美元盈余，你必须要支付 45 美元，这个价格合理吗？在比较摩里斯的 45 美元股价与成长率之前，你不能先做任何结论。如果摩里斯的年盈余都是 3 美元。也就是说，该公司要花 15 年才能赚到 45 美元的获利，让你完全回本。很明显地，不会有投资者愿意等这么久。

但是如果盈利一年成长 15%，摩里斯赚到 45 美元的速度就会快些。会有多快呢？请参阅图 7-2。如果股价市盈率为 15 倍、盈利成长率 15%，回收投资大约需要 8 年。你可以轻易地确认这个数学关系，以 3 美元的盈利为起始基础，摩里斯未来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率（倍）

每股盈利成长率（%）	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55
2%	4	9	13	16	20	23	26	29	32	34	37
4%	4	8	11	14	17	20	22	24	26	27	29
6%	4	8	10	13	15	17	19	20	22	23	24
8%	4	7	10	12	14	15	17	18	19	20	21
10%	4	7	9	11	13	14	15	16	17	18	19
12%	3	6	9	10	12	13	14	15	16	17	17
14%	3	6	8	10	11	12	13	14	15	15	16
16%	3	6	8	9	10	11	12	14	14	14	15
18%	3	6	7	9	10	11	12	12	13	13	14
20%	3	6	7	8	9	10	11	12	12	13	14
22%	3	5	7	8	9	10	10	11	12	12	12
24%	3	5	7	8	9	9	10	10	11	11	12
26%	3	5	6	7	8	9	10	10	10	11	11
28%	3	5	6	7	8	9	9	10	10	10	11
30%	3	5	6	7	8	9	9	9	10	10	10
32%	3	5	6	7	7	8	9	9	9	10	10
34%	3	5	6	7	7	8	8	9	9	9	10
36%	3	4	5	6	7	8	8	8	9	9	9
38%	3	4	5	6	7	7	8	8	8	9	9
40%	3	4	5	6	7	7	8	8	8	9	9

▩ 有吸引力/股价低估区
□ 中性区
□ 无吸引力/投机区

图 7-2　股票投资成本的回收时间（公司盈余获利足以让你回收投资金额的时间——年）

盈利将会是 3.45 美元、3.97 美元、4.56 美元、5.25 美元、6.03 美元、6.94 美元、7.98 美元、9.18 美元等等。到了第 8 年，摩里斯的盈利总和将会等于并超过 45 美元。

如果摩里斯的年盈利成长只有 8%将会如何？图 7-2 显示，要 10 年才能回收投资资金。如果年盈利成长率达 30%，仅需 6 年即可回收。毫无疑问地，6 年的回收期比 8 年或 10 年更令人满意。如前所述，投资私人企业时较短的回收期比较好：在投资上市公司股票时，也应以此作为最高指导原则。以下可归纳出三项重点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1) 盈利的回收期才是唯一衡量预期投资表现的标准。在预测获利时，不能使用预期的股价波动。

(2) 如果其他要素相同，投资回收时间较短的股票优于时间较长的股票。如果要在两只大体相似的股票做选择，例如伊莱利公司(Eli Lilly)与默克药厂，能最快回收成本的那只股票，往往会股价被严重低估，而且上涨的潜力也较大。

(3) 股票的投资回收期会依市场一时观点而不断地改变。但是你不应该改变自己的看法，也不应盲从。你应该等到股价合理的投资回收时间出现，才进场买股票。

如果可能，投资者应等到股票达到最有吸引力的投资回收区间再买进，亦即图 7-2 中的深色部分。如果股票的投资回收时间能小于 7 年，相较于其成长率，价格实在已经被低估了很多。半导体设备制造商 Novellus Systems 在 1996 年时提供了相当好的案例，该股在当年夏天重挫到 32 美元，其市盈率仅为 6 倍，然而，盈利增长率还是每年 28%。根据投资回收表，Novellus 的投资回收时间只有 4 年，这根本就是超便宜的跳楼价。后来该股连涨 16 个月，在 1997 年 10 月冲上 130 美元。

使用投资回收期最大的优点在于你不用随着时间改变你的标准。它在任何市场都有效，不会因经济情况、利率或评估的公司而有不同。它在大多数投资者愿意追高抢进股票的多头市场有效，在令人痛不欲生的空头市场也有效。

回收期与盈利增长率：第二个实用的方法

另一个可以分析投资报酬率的简单方法是：利用股价分时走势图比较股票盈利变化。理论上，假设市场对市盈率与盈利流量的看法不变，当公司的盈利每年增长 15%，其股价年平均也能攀升 15%。请注意，我是以“平均”来描述股价波动。长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下来，我们可以预期股票的盈利增长率与股价增长率完全契合；短期而言，这倒是很少发生。以药品连锁店 Walgreen 为例，其盈利增长趋势为每年 13%，尽管盈利很稳定，投资者还是会见到随机、短期的股价波动。现在假设 Walgreen 股价的年度变化为 15%、25%、−20%、40%、14%，这些年的变化是极度的偏离常轨，但长期加总平均下来，股价的市盈率最后还是会接近其增长率。以此例而言，在第 5 年年底 Walgreen 股价的市盈率是 13 倍，刚好也是我们所预期的。

年度	每股盈利（美元）	股价（美元）	成长率（%）	市盈率（倍）
1998	1.00	13.00		13.0
1999	1.13	14.95	15	13.2
2000	1.28	18.69	25	14.6
2001	1.44	14.95	−20	10.3
2002	1.63	20.93	40	12.8
2003	1.84	23.86	14	13.0

如果我们展望 Walgreen 更长期的盈利与股价，我们可以预期同样的趋势也会成立。只要盈利平均成长 13%，股价的平均增长率也会一样。因此到 2008 年，我们可以预期盈利能达到每股 3.39 美元，当然也可以预期，到了 2008 年年底，股价约可达到 44 美元，任何因素都可导致股价在 2008 年时远高于或低于 44 美元。在空头市场，投资者可能选择 Walgreen 的股价市盈率为 8 倍，即 27 美元。相反地，制药股也可能在 2008 年经历大行情，投资者可能因而愿意支付市盈率 25 倍，即 85 美元的价格。买进这两种极端都不能代表股价的有效性，或代表公司价值的实际估价。我们可以毫不犹豫地断定 Walgreen 在 85 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是被严重高估的价格；同样地，27 美元则是全然低估的。

我们可以使用回收期来说明这点。对 Walgreen 增长率 13%、市盈率 25 倍而言，其投资回收期约为 11 年半。投资人必须等 11 年半，该公司的累积获利才足以弥补原始投资金额。如我早先说过的，这么漫长的回收期是不值得的。事实上 Walgreen 在 87 美元或接近 87 美元时，投资人应该避开，但若股价为 27 美元，投资回收在第 6 年即可完成，这是非常理想的投资时段。

许多股票的表现完全遵循此模式。尽管盈利稳定，然而股价还是顺着公司的业绩增长率趋势线来回震荡，有时冲到高估的价位，有时跌到低估的水平。事实上，了解投资回收时间最好的方法，即是从股价波动的角度来检视，如 Walgreen，我们可以用走势图比较更长期的盈利趋势与股价波动来表达这个关系。我们再把焦点转向百事可乐这家生产饮料与零食的公司。到 1994 年为止的 35 年间，该公司盈利与股价实际上是亦步亦趋地移动(见图 7-3)。在调整过去的股票除息除权之后，百事可乐的股价从 1960 年不到 0.75 美元涨到 1994 年年底的 40 美元，在股价曲线旁边上下波动的是 12 个月盈利追踪线。我调整了图表以让价格与盈利能放在同样的比例尺中，这有助于显示两者的变化率。在 1960 年到 1994 年间，百事可乐股价的平均市盈率为 13 倍，刚好也是这段时间的年平均盈利增长率。事实显示，股价很少刚好是市盈率的 13 倍，这说明了市场不断地调整其对百事可乐预期成长率的看法。在 1973 年时，市场曾经愿意为这家公司支付市盈率 35 倍；但才两年以后，却只愿意付出市盈率 8 倍的价格。

到了 1997 年年初，投资者把百事可乐的股价推到市盈率 30 倍以上，远超过其历史成长率。我们事后来看，投资者对百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

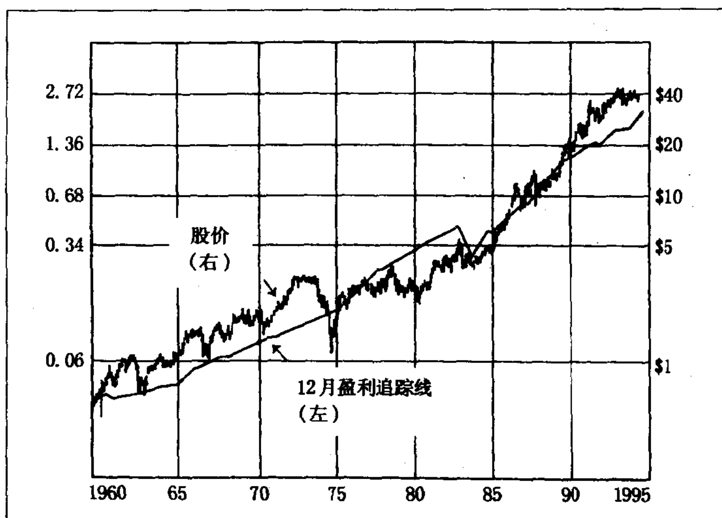


图 7-3 1960 年至 1994 年百事可乐的股价及盈利走势图

事可乐的看法常常是错误的。尽管盈利偶尔会加速或减速，实际上长期的成长率依然十分稳定，不稳定的是股价，它是沿着盈利趋势来回上下震荡。有些时期，如 1960 年代末期与 1970 年代初期，股价平均约为市盈率 20 倍。偶尔，股价也会在盈利趋势线下游走数年。几乎所有的股票都有这种现象。以盈利趋势线为标准，股价膨胀期之后总是紧跟着低迷期，反之亦然。彼得·林奇曾说过：

> 通常，公司经营的成功与股票持续几个月或几年的大涨没有关连；但长期而言，公司的成功与股票的上涨是绝对相关的。

——引自彼得·林奇所著《征服股海》(*Beating the*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Street), Simon & Schuster, 1993 年,原作第 303 页。

如图 7-3 所示,股价被低估或被高估的情况可能会持续数年,此一事实使得适当的买进价格非常难以决定。大体而言,投资者应该避免买进股价远高于盈利趋势线的股票,在这种情况下,股价下跌的风险最大,但这种股价被高估的情况不可能永远持续下去:有可能盈利加速超过市场预期,股价也有可能跌破盈利趋势线,股价距离该趋势线越远,买进股票所附带的下跌风险也越大。如果股票的市盈率远超过该公司创造盈利的适当能力,投资的回收期也会增长;同时,该公司或股票表现的风险也会跟着提升。

买进成长股的优点

如果有两家相同且股价被低估的公司可供选择,投资者应该要优先选择成长性最好的那家公司。至于成长性,我是指该公司每年能够创造更高的每股盈利。成长是推动市盈率的引擎,也是投资报酬率的标准,也正是我在第五章说明的,成长股能加速你的原始投资报酬率,若能在低估的价格买进成长股并长期抱牢股票,它能给你带来天文数字般的年获利率。

让我们再以摩里斯公司为例,假设盈利流量亦与本章前面所述相同,这次我们不再以股价波动来衡量获利,而是比较盈利与原始买进价格的关系:

年度	买进价格(美元)	每股盈利(美元)	市盈率(倍)	股价/每股盈利比	每股盈利收益率(%)
1996	45	3.00	15	15.0	6.7
1997		3.45		13.0	7.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年度	买进价格（美元）	每股盈利（美元）	市盈率（倍）	股价/每股盈利比	每股盈利收益率(%)
1998		3.97		11.3	8.8
1999		4.56		9.9	10.1
2000		5.25		8.6	11.6
2001		6.03		7.5	13.3
2002		6.94		6.5	15.4
2003		7.98		5.6	17.9
2004		9.18		4.9	20.4

如表格所示，到了 2004 年，摩里斯公司可以为你创造每股 9.18 美元的盈利，这等于是你原始 45 美元投资额 20.4%的年获利。往后几年，随着摩里斯公司的盈利持续增长，获利率也会继续推升。相反地，市盈率则会不断地降低。在 1996 年你以 45 美元买进摩里斯股票，当时为市盈率 15 倍。至 2004 年，换算后的市盈率将会降至 4.9 倍。换句话说，以原始买进成本对照当时的盈利水准，市盈率只有 4.9 倍，假设公司的成长性持续下去，你持股的时间越久，报酬率越会接近难以置信的水平。投资者若在 1984 年买进摩里斯股票，当时除权后的股价为 3 美元，在 1998 年所收到的年盈利即超过原始投资金额，年获利达 100%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

评估公司：预估盈利与现金流量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"在任何可行的理论中,估计盈利趋势的价值时必须有前瞻性。"

——引自邦伯莱特(James C. Bonbright)所著《*The Valuation of Property*, *vol.* Ⅰ》, The Michie CO. ,1965 年,原作第 249 页至 250 页。

在深入讨论价值投资法的优点与主要法则之后,我们现在进一步探讨财务报表,以判断是否真有股价被低估的情况。我们先简述价值评估,其后数章再深入讨论解读公司获利的各种方法。

当投资者花钱买进公司股票时,他们真正买到的是什么?有权指定资深经理?优先拥有公司销售的产品?部分生产线?拥有其品牌?事实上,以上皆不可能。对于不能索取任何公司资产,诸如是现金、土地或无形资产的事实,投资者可能感到震惊。根据民事法庭的判决,投资者无权拥有公司的实质商品,但有权要求管理阶层保护商品的价值,并利用公司资产创造盈利。此外,在法律上投资者并没有可能去要求取得资产负债表上的任何东西。例如,Sara Lee 的投资者不能走进该公司的总部自行索取 6 箱冷冻食品;就算拥有 100 股的股票,投资者也无权要求拥有 Callaway 高尔夫俱乐部的免费席位。

投资者拥有的是盈利

相反地,投资者拥有的股权代表着他们有权分享该公司未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的盈利，这是大部分投资者所不知道的。投资者所拥有的盈利是根据持有股票多寡而定。如果 X 公司的盈利是 100 万美元而投资者拥有 1%的股票，投资者所拥有的公司可分盈利为 1 万美元，较简单的计算方法是将年度盈利乘以持有的股数。投资人拥有每股盈利 3.5 美元的默克股票 200 股，代表拥有该公司净收益总数中的 700 美元。或早或晚，不论是私人或上市公司，皆有义务把这笔盈利提交给投资者。若是私营公司的股份持有人则能全数获得这笔税后的年收入，这些盈利是股份持有人在原始投资上的回收，也是股份持有人一开始买进公司的原因。评估上市公司优劣的关键，取决于该公司能为投资者赚进多少获利，和以多快的速度回收投资。

投资者一股值多少钱

为了方便讨论，现在假设投资者的家庭就是一家股票流通在外的上市公司。他可以选择投资自家公司的股票，或把资金投注在其他公司或计划上。如何评估这两种投资呢？首先应从几个假设着手：

家庭薪资收入：75 000 美元

家用开支：65 000 美元

存款：10 000 美元

家用净值：80 000 美元

薪资增长率：每年增长 5%

未偿贷款：175 000 美元(汽车与房屋贷款)

投资者应如何评估以上这家“企业”呢？更重要的是，投资者应支付什么价格来持有它的股权呢？当投资者试图评估自身公司价值的相关标准时，上千个问题可能闪过脑际，其中可能包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 薪资是否可能每年增长5%？可能增长得更快吗？如果可能,将增长多少？

● 家庭成员如何处理净收益？所有开支都是必需的吗？是否有些开支是暂时性的？是否有额外开支可以增加家庭的净值？

● 储蓄率与预期额外收入的比例如何？应该把可支配所得(disposable income)存入年收益4%的储蓄账户,还是投资成长性的股票？

● 个人的花费是增加或是减少？是否随收入增加而增加？

● 薪资是可预测的或循环性的？未来几年内是否可能惨遭失业或减薪？5年内薪资倍增的几率如何？

● 净值增加的速度有多快？所提报的净值是否实际？是否反映出贬值的资产？

● 如何处理每年剩余的金钱？是否用它来增加来年的收入,或者把它花费在奢侈品与个人喜好之上？

● 汽车与房屋贷款缴纳的期限？何时可以清偿这些贷款？每年必须为这些贷款支付多少利息？

● 房屋与汽车价值多少？它们是否可能增值或贬值？

● 未来几年,可能有哪些额外开支会减少投资人的储蓄？是否考虑买新车、买更高价的房子、做整型手术、或多生一个小孩吗？

● 薪资的增减,年储蓄会随之增减多少？

● 是否有薪资之外的其他现金来源？

● 是否能调整赋税来增加储蓄？

● 结婚或离婚对财务状况有什么影响？

● 未来薪资与目前的币值换算价值多少？

这些全然不具个人特质的普遍性问题,供投资者评估自我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值的提示。请以轻松的心态回答上述问题，并尝试自我评估。

当投资者专注于评估上述各种价值时，就能明白如何评估像企业这类动态个体的价值。事实上，从会计的角度来看，家庭的消费行为很像是一家大企业，两者十分相似。就像一家公司，投资者有收入也有支出，也拥有会贬值的财产（汽车、割草机、或家具）。投资者所获得的收入与支付的账单并不全然使用现金，偶尔也以信用卡方式支付。投资者可能会把一些多余的收入用来投资以增加净值，有时投资者也通过贷款来偿还短期债务。此外，投资者必须将部分多余所得用来维护现有财产及喜好。投资者有水费、食物、房地产税与保险等“固定支出”（fixed expenses）；有电费、汽油费、医疗、牙医与旅行等“变动支出”（variable expenses）；也有修水管与煞车等“非重复支出”（nonrecurring expenses）。投资者可能需要支付汽车与房屋贷款的利息，并收取定存单（certificates of deposit, CD）、债券与银行账户的利息。税赋结构让投资者有相当的免税额，可增加投资者的可支配所得。

事实上，如果投资者依照家庭的年度活动准备一份财务报表，它一定会与公司所必须提报的财务报表十分类似。它包含了损益表、资产负债表与年现金流量的对照表。表 8-1 所作的比较是收入为 75 000 美元的典型美国家庭和同样规模与净获利的公司。

如果资讯不足，投资者将很难评估公司股价，也难以合理地推算出公司的股价。例如，投资者不知道家庭的净收益是增加或是缩减；也不知道薪资持平或是上扬。投资者必须检视数年的损益表，才能确定今年家庭的开支是否正常。相对于薪资，支付利息的比率是增加还是减少，这些都可从过去的财务报表中看出端倪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1　收支损益表

损益表——家庭		损益表——公司	(单位:美元)
薪资	75 000	销售	75 000
其他收入	0	其他收入	0
总收益	75 000	总收益	75 000
食物	8 500	售货成本	26 000
衣物	2 000	销售、管理开支	5 200
家庭用品	2 000	研发	1 800
日用品	2 000	折旧	3 800
医药	1 800		
保险	2 500		
教育	3 000		
其他开支	2 000	其他营运开支	2 520
营运开支	23 800	营运开支	39 320
营运收入	51 200	营运收入	35 680
利息收入	350	利息收入	350
贷款利息支付	9 500	利息开支	9 800
税前收入	42 050	税前盈余	26 230
联邦/地方税收	25 000	35%的税赋	9 181
可支配收入	17 050	净收益	17 050
		流通股票	10 000
		每股收入	1.71

再加上如表 8-2 的资产负债表,即可获得更多的讯息。

上述假设的家庭与公司,它们的资产负债表几乎全部一致(见表 8-2)。事实上,这两者有许多净值项目是一样的,我们已备妥资产负债表,虽还不完全,但也能更清楚了解家庭与公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务相当健全。我们可以推算出该公司的每股净值为 8 美元(8 万美元÷1 万股流通股票),因此可以假设该股股价至少为 8 美元。我们也可看到这两者都有不少负债,它们的主要资产(26 万美元中有 18 万美元)所有权都属于别人,因此,我们可以假设未来几年两者都必须支付目前债务的本息。明白这个道理后,才能正确开始预估未来的开支与获利。

表 8-2 资产负债表

资产负债表——家庭		资产负债表——公司 （单位:美元）	
资产		资产	
现金	1 000	现金/短期投资	1 000
短期存款	2 500	应收账款	2 500
投资	25 000	库存	25 000
积欠薪水	1 500	预付开支	1 500
房子(公平市值)	175 000	厂房、土地、设备	224 000
车子(公平市值)	11 000	其他资产	6 000
个人财产(公平市值)	38 000		
其他资产	6 000		
总资产	260 000	总资产	260 000
债务		债务	
未付账单	3 000	应付账款	3 000
短期债务	2 000	短期本票	2 000
汽车(未付本金)	10 000	本期应付长期债务额度	10 000
房子(未付本金)	165 000	未清偿的长期债务	165 000
总债务	180 000	总债务	180 000
		实收资本	2 000
		保留盈余	78 000
净值	80 000	净值(股东资产净值)	80 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2 也显示自从股份公司(资本额 78 000 美元)成立以来,公司获利的累积情形。此 78 000 美元是公司净值的来源。如果将每一块钱的获利“保留”下来(未以股利的形式发放),即能买进增加资产价值的东西,这是家庭与公司不同之处:公司存在的目的是为了增加净值,家庭则不然。投资者家庭的税后盈余与公司一样有 17 050 美元,投资者可以自由地把获利花在任何想要的东西上——度假、存款、新车、休闲娱乐或购买新衣服。

若要窥得全貌,投资者还必须确定公司和家庭这两者如何获得与支出现金的状况。现金流量表可解答投资者的问题。表 8-3 显示公司与家庭是如何提报它们的现金流量的。

现金流量报表所显示的意义比表面可见的还要深入。在一年之间,家庭或公司可能会发生许多未记录在损益表中的交易,但却会影响到所有权人拥有的现金。在上例中,两者的税后盈余同样为 17 050 美元,但却有着全然不同的营运与净现金流量。例如,家庭把它大部分的获利花在任意购物与维护财产上。它以出售 7 000 美元的股票与提领家庭净值贷款(home equity loan)12 000 美元,来支付任意的花费。最后,尽管家庭的提报收入为 17 050 美元,但该年却能获得总额 21 850 美元的现金流量。相较之下,公司则能产出营运现金流量 16 950 美元,几乎等于其净收益。然而,公司在资本花费上支出了 3 500 美元(购买资产与设备),并支付 3 万美元现金购并 XYZ 公司。为了取得购并 XYZ 所需的资金,公司还发行了 12 000 美元的新债。尽管支付所有的开销与任意购买,该公司还是有足够的多余现金可以支付股利与买回一部分流通在外的股票。

拥有损益表、资产负债表及现金流量表这三种财务报表,投资者即可开始培养价值评估能力,并问问自己下列问题:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-3 现金流量报表

资产负债表——家庭		资产负债表——公司 (单位:美元)	
营运现金流量		营运现金流量	
净收益	17 050	净收益	17 050
汽车、房屋维修	(4 000)	折旧	3 800
购买个人财物	(2 500)	购买库存	(2 500)
度假	(1 800)	应收账款变动	(1 000)
休闲/娱乐开支	(2 200)	应支账款变动	(400)
总营运现金流量	6 550	总营运现金流量	16 950
投资现金流量		投资现金流量	
401(K)退休计划购股	(6 000)	购买资产、设备	(3 500)
售股收益	7 000	子公司出售利得	7 000
保险理赔	2 500	购并 XYZ 公司	(30 000)
总投资现金流量	3 500	总投资现金流量	(26 500)
财务现金流量		财务现金流量	
房贷收益	12 000	发行债券购买 XYZ	12 000
支付汽车贷款	(1 000)	支付股利	(1 000)
退税	800	买回股票	(800)
总财务现金流量	11 800	总财务现金流量	10 200
净现金流量	21 850	净现金流量	650

(1) 家庭和公司是否每年都要花钱维修陈旧的设备？费用多少？买新机器、衣服与家用品，占每年净收益的百分比为何？每年花费越多，剩下的现金流量就越少，这会降低评估的价值。若家庭的净收益为 17 050 美元，每年花费 6 000 美元购置资产；而另一个家庭净收益同为 17 050 美元，而只花费 2 000 美元。对投资者而言，前者自然较没有价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 某些现金来源是否为不可重复发生的? 果真如此,投资者就不应该在评价时计入。例如,家庭已出售 7 000 美元的股票、申请 2 500 美元的保险理赔、并提领家庭净值贷款来提高现金流量。其次,该家庭还获得 800 美元的退税金额。公司则以 7 000 美元出售子公司的方法来提高现金流量,这些收入在实际评估时都不应该计入。

(3) 贷款或是资本利得/损失在创造现金流量上扮演什么样的角色? 由于两者都实际从事投资与财务活动,所以必须弄清楚现金流量被扭曲的程度到底有多大。

(4) 操纵资产负债表,这两者能创造多少现金流量? 公司增加现金流量的方法包括:购买少一点库存、晚一点付账、提早向客户收款,等等。他们可能滥用资产法规以减少所得税,家庭也可依样画葫芦。投资者可以晚一点修车或买新衣服,延至明年才出售持股,或依据免税项目减低税赋。投资者可以利用信用卡支付度假费用,把账单延到明年。这些手法都不会出现在损益表中,然而它们在现金流量上所造成的实质改变,将会改变该家庭的价值。家庭可以每年都显示有净获利,但如果它是依靠延付账单,最终必定是作茧自缚。相反地,它也可能出现账面损失,只要能从其他地方获得正值的现金流量,依然可算是财务健全。

如果投资者能取得好几年的财务报表,并审视公司或家庭逐年的进展,即可看出收入与现金流量的重要趋势,包括掌握获利的去向。是否所有的获利都用来扩张?或用来再投资,支付股利,买回股票?库存上升或下降?这点对现金流量的影响如何?如何投资者发现公司过去一直把 3%的盈余投注于资本支出,投资者可假设该比例以后也是如此。相反地,如果投资者发现它每年有相当比例的现金流量来自于举债借钱,那么投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大可弃之如敝屣。

投资者知道如何解读这三种报表后，即可决定如何评估其价值。

预估未来盈利的四种方法

评估内在价值的关键在于投资者估计未来盈利或现金流量的能力。错估成长率，投资者的价值评估就会有很大的落差，一般公认，这也是评价企业最困难的部分。即使是有经验的分析师在审视财务报表数个月后，也有完全误判一家公司的成长潜力的可能。这也是巴菲特喜欢成长稳定公司的原因之一；只有非常稳定的趋势才能完全避开估计未知的陷阱。像吉列与可口可乐等公司长时间都维持着稳定的盈利增长，所以巴菲特可以快速而合理地推论出它们未来的盈利。不幸的是，全世界 99% 的公司没有这种一致性，所以投资者被迫要对未来盈利做经验性的判断。一旦面临这种处境，投资者可以采用下列的方法。

(1) 最近的增长率

对于获利历史非常稳定的公司，投资者应该用过去资料来推算未来的成长率。研究显示，使用过去盈利增长率来预测未来最为可靠。若一家公司在过去 35 年每年都能获得 15% 的盈利增长，未来偏离该水平太远的情况则不太可能发生。不幸的是，只有千分之几的上市公司有这种一致性，如包括 Abbot Laboratories、默克、摩里斯、麦当劳、可口可乐、爱默生(Emerson Electric)、Automatic Data Processing、Walgreen 等。如果投资者把这些公司自二十世纪 60 年代中期以来的年度盈利绘制成图表，投资者可以发现一致的趋势：不论经济好坏，盈利增长都很稳定。能够长期维持一致性的公司，未来的表现也应该一样，因为几乎不受经济不景气影响，而且记录显示它们的销售能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力年年增加。

例一　稳定成长的公司

年　度	每股盈利(美元)	成长率(%)
1987	3.00	13
1988	3.39	12
1989	3.80	14
1990	4.33	14
1991	4.89	13
1992	5.48	12
1993	6.24	14
1994	7.06	13
1995	7.90	12
1996	9.01	14
1997	10.18	13

年　度	估计盈利(美元)	估计成长率(%)
1998	11.50	13
1999	13.00	13
2000	14.69	13
2001	16.60	13
2002	18.76	13
2003	21.20	13
2004	23.95	13
2005	27.07	13
2006	30.59	13
2007	34.56	13

投资者有时候会错以为可以忽略长期稳定的记录,但这是一种自欺欺人的观点。若一家公司过去 50 年的年成长率为 10%,它不会突然创造 14%的成长率。投资者在多头市场的泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沫中，很容易犯类似的错误，老字号公司的盈利增长加速的机会相当渺茫。事实上，成长率更可能会随着时间增加而趋缓，因为销售基础扩增后，公司会发现越来越难增加盈利。如果威尔玛特百货持续以 80 年代的速度成长，希望它的销售额到 2005 年可增加到 1 兆美元，根本就不可能。

然而，投资者可以有信心地说，过去稳定的成长可以重复。例如，某家公司过去 10 年来的年盈利增长都介于 12%至 14%之间，投资者可以合理地假设，该公司在未来 10 年可能达成 13%的盈利增长(12%与 14%的平均数)。因此，投资者可以迅速推算出该公司未来的内在价值，这是因为投资者能以高度的自信估计主要因素:未来盈利。

公司在任一年内的盈利增长都可能会经历暂时性的加速或减速，使投资者的估计有所误差。但是到 2007 年时，保持 13%成长率的公司盈利接近投资者的估计值——每股获利 34.56 美元的机会很大。

(2) 参考历史盈利

有些价值评估专家借助加权法计算近期盈余，以估计未来的盈利或现金流量。典型的做法是，观察评估近几年的盈利，尤其是要注意分析去年的利润情况，因为去年的盈利会比 5 年前的更接近明年的盈余。由于公司业绩会呈现高度循环性，且短期盈利预计会落在去年盈利附近的公司，这种“加权平均法”(weighted-average method)是可以接受的。

使用加权方法，给予过去 7 年至 10 年的盈利不同的加权值，并计算加权平均以取得年平均值作为未来的参考。例如，投资者给去年盈利的加权值为 10，前年盈利为 9，大前年为 8，依此类推，最后投资者可以获得一个平均值，就数学上而言，可以趋近近年盈利。这个方法的优点在于可以省去估计未来的成长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率。本质上,投资者使用的是格雷厄姆的平均盈余法,所得结果为保守的盈利估计,能让投资者避免支付太高的股价。然而加权过去盈余的缺点在于,它可能产生过低的盈利估计,并使投资者丧失买进可能大涨的公司股票的良机。然而,对于追求安全性的投资者而言,则应该选择这个方法。

(3) 采用历史盈利平均值

格雷厄姆对未来的预估缺乏信心,他相信投资者不应该把近年来不存在的推衍到未来。他说,保守的价值评估"应该与平均盈利有合理的关系"(引自《证券分析》原作第 452 页)。因此,他对公司可永续增长的观点表示怀疑,并倾向于使用已知而非预估的盈利来计算内在价值。

例二 盈利加权法

年度	每股盈利(美元)	加权值	加权后的每股盈利(美元)
1988	1.55	1	1.55
1989	1.25	2	2.50
1990	2.10	3	6.30
1991	3.65	4	14.60
1992	5.10	5	25.50
1993	4.80	6	28.80
1994	3.20	7	22.40
1995	2.10	8	16.80
1996	2.25	9	20.25
1997	2.90	10	29.00
总　计		55	167.70
加权平均			3.05

预估盈利(美元)	
1998 至 2007	3.05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《证券分析》一书中，格雷厄姆概述了预估企业成长性所运用的“平均盈余”(average-earnings)法。他说未来盈余的基础在于最近盈利的平均。例如，将公司过去7年至10年的年盈利予以平均，即可得到合理的准确性，同时获得未来的盈利平均值。格雷厄姆还进一步建议，绝不应买进平均市盈率高于16倍的股票。在当时，格雷厄姆的方法十分恰当，因为大部分的上市公司都是景气循环股，很少有像今天这类的成长性新型产业存在。他的概念运用在航空公司、钢铁厂、石油公司、汽车公司、重机械公司等景气循环股最适合，这些公司的盈利通常会随着经济景气而波动。“平均盈余法”的有效性在于景气循环股少有长期的增长趋势。这些公司往往会出现几年的盈余获利，然后在经济走下坡时出现亏损，下次景气扩张时，盈余再度扬升，甚至创下新高；紧接着在萧条时又从云端跌落。长期下来，盈余的走势可能会像海浪一样。

平均历史盈余的主要优点是能对景气循环股进行符合现实的评估，避免在盈利增长上出现越看越好的陷阱。通常，投资者会在盈利见顶时，抢进景气循环股，还以为未来的盈利会再创新高。使用平均法，投资者就不会为当前的成长支付太高的股价；另外一个好处是，投资者不必去预测经济的波动，因为平均法已经为投资者完成预测了。重点则在于评估的时间基础，要长得足以包含完整的经济循环，或盈利的高峰与低谷。

在例三中，1996年与1997年公司创下历史新高的盈余，可能会诱使投资者支付高额的溢价。但是1990年与1991年，该公司连续损失的历史记录却显示，投资者不应相信公司能维持当前的盈利水准。格雷厄姆会使用每股盈余1.05美元为基础来预测未来的盈利，而且很可能不会在高于17美元的价位买进该股票。然而，成长型投资者可能会被1997年的盈利所误导，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而愿意以每股 30 美元以上的价格买进。

例三　平均盈余

年　度	每股盈余(美元)
1988	1.55
1989	1.25
1990	−0.40
1991	−0.90
1992	0.10
1993	0.85
1994	1.60
1995	1.85
1996	2.25
1997	2.30
平均	1.05
	预估盈余(美元)
1998—2007	1.05

值得注意的是,平均盈余法仅适用于景气循环股。它会严重低估成长型股的内在价值,尤其是已有销售与盈余增长记录的公司。如果我们在例一中对稳定成长型公司使用平均盈余法,未来的预估盈利将会是每股 6.23 美元(过去 10 年的平均盈余),这样低的内在价值会让投资者忽略掉这只股票。

(4) 预估未来的股东资产净值

这个方法是我最喜欢的方法,利用这个方法可以预估未来股东资产净值(shareholder's equity)的增长率,继而确定需要多少盈利方能使资产净值账户达到这个水准。我们会在第十章详细讨论股东资产净值,它代表的是某固定时刻的公司净值(资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产减去负债)。把前一年的资产净值加上当年的保留盈余,就可以估计出每年的最终资产净值。若X公司在当年开始时的股东资产净值为1 000万美元,年获利100万美元,如果公司没有发放股利,它的年终资产净值约为1 100万美元。如果支付了20万美元的股利,最后的资产净值则为1 080万美元(1 000＋100－20＝1 080)。经验显示,这种估计未来资产净值的方法适用于许多种股票,尤其是消费产品类股,如可口可乐、General Food、摩里斯、百事可乐等公司。这类公司在资产净值上所提报的年获利是可预测的。

估计未来的股东资产净值有两个步骤。首先,计算过去10年或更久的"股东权益报酬率"(Return on Equity, ROE)平均值,以涵盖完整的经济循环;其次,再使用该平均股东权益报酬率预估未来的股东资产。表8-4以汽车零件批发商Genuine Parts为例,展示如何预估股东权益报酬率。该公司30年的一致性记录,使我们得以能快速地分析资产净值增长情况。

表8-4 Genuine Parts——股东权益报酬率与未来预估30年报酬率

(单位:美元)

年度	净收益	起始资产净值	最终资产净值	股东权益报酬率(%)
1967	7 491 411	47 308 163	55 679 256	14.5
1968	8 794 941	55 679 256	63 649 275	14.7
1969	10 778 467	63 649 275	77 437 679	15.3
1970	13 290 852	77 437 679	85 290 945	16.3
1971	16 535 006	85 290 945	95 476 147	18.3
1972	17 567 931	95 476 147	108 053 465	17.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

年度	净收益	起始资产净值	最终资产净值	股东权益报酬率(%)
1973	20 341 677	108 053 465	121 548 638	17.7
1974	24 005 057	121 548 638	137 156 965	18.6
1975	29 981 308	137 156 965	163 092 941	20.0
1976	37 763 166	163 092 941	206 861 402	20.4
1977	42 243 015	206 861 402	233 641 292	19.2
1978	50 263 000	233 641 292	275 127 000	19.8
1979	61 715 000	275 127 000	320 706 000	20.7
1980	67 833 000	320 706 000	359 889 000	19.9
1981	77 543 000	359 889 000	410 689 000	20.1
1982	100 167 000	410 689 000	581 915 000	20.2
1983	103 634 000	581 915 000	636 218 000	17.0
1984	119 667 000	636 218 000	701 113 000	17.9
1985	126 241 000	701 113 000	729 231 000	17.7
1986	121 552 000	729 231 000	758 493 000	16.3
1987	148 292 000	758 493 000	760 256 000	19.5
1988	181 373 000	760 256 000	863 159 000	22.3
1989	199 488 000	863 159 000	971 764 000	21.7
1990	206 596 000	971 764 000	1 033 100 000	20.6
1991	207 677 000	1 033 100 000	1 126 718 000	19.2
1992	219 788 000	1 126 718 000	1 235 366 000	18.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年度	净收益	起始资产净值	最终资产净值	股东权益报酬率(%)
1993	257 813 000	1 235 366 000	1 445 263 000	19.2
1994	288 548 000	1 445 263 000	1 526 165 000	19.4
1995	309 168 000	1 526 165 000	1 650 882 000	19.5
1996	330 076 000	1.650 882 000	1 732 054 000	19.5
1997	342 397 000	1 732 054 000	1 859 468 000	19.1
30年平均			18.7%	
流通股票			179 592 000	

表 8-4 Genuine Parts——股东权益报酬率与未来预估(续)

未来 10 年预估 （单位:美元）

年度	净收益	起始资产净值	最终资产净值	股东权益报酬率(%)	每股盈余预估
1998	365 000 000	1 859 468 000	2 041 968 000	18.7	2.03
1999	400 000 000	2 041 968 000	2 241 968 000	18.7	2.23
2000	439 000 000	2 241 968 000	2 461 468 000	18.7	2.44
2001	482 000 000	2 461 468 000	2 702 468 000	18.7	2.68
2002	530 000 000	2 702 468 000	2 967 468 000	18.7	2.95
2003	582 000 000	2 967 468 000	3 258 468 000	18.7	3.24
2004	639 000 000	3 258 468 000	3 577 968 000	18.7	3.56
2005	702 000 000	3 577 968 000	3 928 968 000	18.7	3.91
2006	771 000 000	3 928 968 000	4 314 468 000	18.7	4.29
2007	846 000 000	4 314 468 000	4 737 468 000	18.7	4.71

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近年来，Genuine Parts 把 50%的盈余以股利发放，这也是为什么该公司每年资产净值增加的速度比净收益缓慢的原因。然而，如果投资者知道 Genuine Parts 历经三次不景气还能达到这样的成绩，投资者就会发现它的年股东权益报酬率实在是十分稳定。因此，投资者可以安心地使用 18.7%的平均股东权益报酬率来预测未来的盈余。假设股利发放为 50%，起始资产净值为 18 亿 5 900 万美元，投资者即可估计未来几年的最终资产净值，以及需要多少的每股盈余方能达到 18.7%的股东权益报酬率。

预估未来盈余最快速的方法是，使用假设的股东权益报酬率(18.7%)乘以股利支付比率(本例为 50%)，所得到的结果 9.35%会相当接近盈利增长率。如果使用这种方法估计未来盈余，重点是要考虑到股利并把它从最终资产净值中扣除，因为股利是由保留盈余中支付的。如果 Genuine Parts 不支付股利，它的年股东权益报酬率会更低，这是因为资产净值基础会因此变大。

判断企业的价值

在案例中家庭或公司的价值在于投资者在一个相对较长的时期内可从中获利多少。家庭或公司创造了多少现金流量，最终都是属于投资者的，不论企业是把获利以股利的形式立即发放给投资者，还是保留下来进行再投资。对投资者而言，企业的价值是它未来所创造的所有经济利益的总和。如果投资者的家庭每年可以创造税后 1 万美元的获利，并持续 50 年，投资者即有资格分享这 50 万美元的总体获利。

理论上，对投资者而言该家庭应价值 50 万美元。实际上，该家庭的内在价值却绝对不值这么多。为什么呢？原因之一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，通货膨胀会侵蚀未来获利的价值。以今日的币值而言，年获利1万美元会持续流失，因为投资者买进的股票是以今日的币值来支付，所以未来获利的价值也应以今日的币值表示。假设这个家庭50年来每年获利1万美元，调整通货膨胀后的获利总额将会远低于50万美元。若以每年仅3%的通货膨胀计算，该家庭未来盈余的价值会降低到257 298美元，这个金额只有盈余的一半而已。通货膨胀率越高，未来盈余价值降低的幅度也越大。

折现率

仅调整盈利的通货膨胀比率，还不能完整说明该笔投资所损失的“机会成本”。机会成本是指投资者在该投资上所放弃的其他投资报酬率，也就说，投资者在另一个具有相同风险的投资上所应赚到的钱。假设投资者有机会投资潜在年获利15%的办公大楼开发公司；或买进售价50美元的铁路股，而这两种投资的风险是一样的。针对铁路股的投资，投资者必须估计其未来的年获利或现金流量，然后每年折现15%，才能决定其是否具投资价值。若结果所获得的价值高于每股50美元，投资者应该要投资铁路股。如果低于每股50美元，则表示该股价值已被过度高估，所以办公室大楼开发公司是比较好的投资机会。

折现率(discount rate)包含了两个要素：零风险比率(risk-free rate，政府债券期满时的收益)与投资者所承担的风险溢价。折现率已将通货膨胀纳入考量，因为政府债券收益的价格已反映通货膨胀。如果我们假设风险溢价每年为8%，且政府债券收益为7%，折现率将是两者的总和，即每年15%。

折现率的应用

若要折现，投资者只需把未来每年的盈余或现金流量除以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者所选择的折现率。假设该公司未来 5 年每年预估赚 1 万美元,其机会成本为 15%,下例为计算 5 年盈利流量的折现方法。

企业年收入的折现(折现率=15%) (单位:美元)

年　度	收　入	除　数	折现价
1	10 000	1.15	8 696
2	10 000	$(1.15)^2$	7 561
3	10 000	$(1.15)^3$	6 575
4	10 000	$(1.15)^4$	5 718
5	10 000	$(1.15)^5$	4 972
总　和	50 000	33 522	

在第一年,投资人把获利 1 万美元除以 1.15,以反映 15% 的折现率。所得结果是 8 696 美元,显示出投资者获利的真正价值;第二年,投资人应把 1 万美元以 1.15 折现两次,所以投资者是把 1 万美元除以 1.15 的平方;第三年,获利应除以 1.15 的立方,依此类推。上例中由于折现率以复利计算,所以 1 万美元的价值随着时间不断地减少。

5 年后,就今日的币值而言,1 万美元的获利仅值 4 972 美元;而该企业为股东所创造的总获利在折现后仅剩 33 522 美元。假设该企业仅经营 5 年,它的内在价值则为 33 522 美元,这也是投资人所能期待的总额。

企业的价值是所有未来折现盈利的总和。在上例中如果经营期为 5 年,我们可求出的企业价值为 33 522 美元。假设经营 10 年,企业价值将会更高,这是因为每年所累积的总获利会更大。

这就是使用折现率的主要陷阱。如果预测期间太长,就会使公司的账面价值过高,每股甚至高达数千美元。不幸的是,通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常投资者会认为公司可以永续经营，所以在使用折现率评估公司时，投资者必须试着计算数 10 年后的永恒盈余。幸运的是，只要通过几分钟的数学运算即可得出未来盈余。计算方法分为两阶段：第一阶段应先预估未来 10 年的盈余；第二阶段再预估此后每年盈利的连续价值，两者之和即为总价值。

计算连续价值

步骤一：预估第 11 年的盈余。在上例中，我们假设每年盈余为 1 万美元，所以第 11 年的盈余会与第 10 年相同。

步骤二：第 11 年的盈余除以折现率与公司成长率的差额。如果投资者的折现率是 15%，而投资者预期第二阶段的盈余成长率为 5%；那么投资者应把盈余除以 10%（15% − 5% = 10%）。

步骤三：把步骤二的结果除以第 10 年的折现系数(此例为 1.15)，就可以得到连续价值。

我们假设盈余永远保持平均每年都是 1 万美元，没有成长。结果求出的连续价值为 16 479 美元，总值为 66 667 美元。

假设 10 年后家庭的年收入增长 5%，会有什么影响？明显地，家庭的价值也会增长。就此例而言，投资者应回到计算连续价值的第二步，从 15%的折现率中减去 5%的增长率，再以此结果(10%)除以第 11 年的盈余(经计算后为 10 500 美元)。这个家庭现在值 74 906 美元。

两阶段折现(折现率 15%) （单位：美元）

年　度	收　入	除　数	折现价
1	10 000	1.15	8 696
2	10 000	$(1.15)^2$	7 561

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年度	收入	除数	折现价
3	10 000	$(1.15)^3$	6 575
4	10 000	$(1.15)^4$	5 718
5	10 000	$(1.15)^5$	4 972
6	10 000	$(1.15)^6$	4 323
7	10 000	$(1.15)^7$	3 759
8	10 000	$(1.15)^8$	3 269
9	10 000	$(1.15)^9$	2 843
10	10 000	$(1.15)^{10}$	2 472
第一阶段的价值			50 188
连续价值			
$(10\,000/0.15)/(1.15)^{10}$			16 479
企业价值			66 667
第一阶段价值			50 188
连续价值			24 718
$(10\,500/0.10)/(1.15)^{10}$			
企业价值			74 906

投资者应选用的折现率为多少

投资者的价值评估完全依赖投资者所选择的折现率是否适当。如果投资者选择高折现率，结果会压低评估价值，投资者很有可能因而错失高报酬率的好公司。若刻意压低折现率则会得到较高的评估价值，这可能会使投资者买到价格高估的股票。不幸的是，并没有标准能确定适当的折现率为多少。以下列举说明最常使用的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）资金加权平均成本。大多数的投资专家都使用“资金加权平均成本法”（Weighted average cost of capital, WACC）来设定折现率，该法为加总并加权拥有公司股票与债券的机会成本。公司债券的机会成本是市场目前债券的收益，再扣除利率的税赋。公司股票的机会成本是投资者预期的长期年投资报酬率。假设投资者预期该公司股票的年投资报酬率为10%，而公司债券的“税后获利”(after-tax return)为5%；如果股票的结构（债务加上资产）为：公司资本占70%，债务占30%。则资金加权平均成本为：

$$
\begin{aligned}
\text{资金加权平均成本法} &= 0.1 \times 70\% + 0.05 \times 30\% \\
&= 0.7 + 0.15 \\
&= 0.085(\text{即 } 8.5\%)
\end{aligned}
$$

要判断公司的资金成本很困难，因为投资者必须对整体市场的报酬率与该股票与市场的历史关连性做许多主观的判断，难怪有许多投资者宁可希望以合理的市场投资报酬率替代。

（2）市场报酬率。有些价值型公司评估股票的长期年报酬率为10%，并定为折现率，但由于股票倾向于超越通货膨胀达6%（见第五章），我们也可以说，股票10%的年投资报酬率已经反映通货膨胀与通货膨胀的风险溢价。然而，这个方法的有效性却必须完全仰赖股市真的有10%的年报酬率；但我们在第二章的说明却已经推翻这点。

（3）国库券的收益率。最简单也最具争议性的方法是使用10年或20年政府债券的收益率作为折现率。如果现今30年期国库券的收益率为6.5%，公司未来盈利的折现率即为6.5%。如果债券收益率下跌，将造成评估价值升高；如果债券收益率升高，则可能导致评估价值下跌。对价值型投资者而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在所有方法中,使用国库券的收益率是最符合直觉的作法。因为在最便宜的价格买进好公司,投资者已经把折现率所面临的传统风险剔除掉了,此外,这个方法没有预测的负担。若要计算资金加权平均成本,投资者必须要估计未来的市场报酬率。投资者也必须估计企业盈余的风险溢价,以及市场预期的公司债券报酬率。对基本面分析流派而言,这个方法太依靠随机事件的预测。最后,以当前债券收益率折现盈余可强迫投资者买进“确定性”。还记得在第四、五、六章中,投资者可以买进盈利高度稳定或非常便宜的公司,因而得以抵消商业风险并实际消除折现率中的风险溢价。如果公司过去 40 年来的盈利年增率 10%,它所承担的商业风险非常小。如果投资者能在市盈率 7 倍时买进这家公司,投资者几乎可以剔除折现率中所有的风险,并可充满信心地使用政府债券的收益率来计算。

(4) 投资者自己的折现率。另一个相当直接的方法是,以投资者对该股所希望的投资报酬率作为未来盈利的折现率。例如,如果投资者买进的股票可望一年攀升 15%,投资者的折现率即为 15%。

无论投资者选择哪种方法,都要确定投资者所选择的折现率必须超越该公司的成长率,否则,投资者的评估价值会被扭曲,结果也就失去意义。如果公司年成长率为 20%,投资者的折现率仅为 6%,投资者的评估价值不但会高得离谱更可接近无限大。实际上,折现率高于成长率的选择也是很合理的。如果投资者预期公司盈利的年增长率为 10%,由于股价成长速度与长期盈利大致相符,投资者应可预期该股股价每年至少增长 10%。

总结

在评估未来盈余时,投资者还需要再做些调整:把资产负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表上的公司长期债务从折现后的盈余价值中扣除。因此，决定公司价值的最终公式如下所示：

内在价值 = 第一阶段折现盈余 + 连续价值 − 债务价值

现在让我们再回到上述的假设家庭，投资者应该还记得它的 1997 年年获利为 17 050 美元、现金流量 21 850 美元。为了讨论方便，我们仅对年现金流量做价值评估，使用 21 850 美元作为往前推算的基础，再假设该现金流量年增率为 8%。为了完成价值评估，我们还必须为未来的现金流量指定折现率。使用 15%作为来年现金流量的折现率。

在仔细分析这个家庭之后，我们已经确定它对投资者的价值为 162 117 美元，或 1998 年现金流量的 6.9 倍。如果投资者希望未来能够获利，这就是买进所有股票时，他所愿意支付的金额。在确定这个价值的过程中，我们假设现金流量年增长率为 8%、折现率为 15%，然后再减掉该家庭在汽车与房屋所欠本金 175 000 美元。

计算家庭的最终价值(折现率=15%)(单位:美元)

年　度	收　入	除　数	折现价
1	23 598	1.15	20 520
2	25 486	$(1.15)^2$	19 271
3	27 525	$(1.15)^3$	18 098
4	29 727	$(1.15)^4$	16 997
5	32 105	$(1.15)^5$	15 962
6	34 673	$(1.15)^6$	14 990
7	37 447	$(1.15)^7$	14 078
8	40 443	$(1.15)^8$	13 221
9	43 678	$(1.15)^9$	12 416
10	47 173	$(1.15)^{10}$	11 660

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年　度	收　入	除　数	折现价
第一阶段的价值			157 213
连续价值			
$(50\ 947/0.07)/(1.15)^{10}$			179 904
家庭价值			337 117
减去债务价值			175 000
总价			162 117

该家庭每股价值多少钱则要看在外流通的股票数目而定。假设有1万股在外流通，每股的内在价值即为16.21美元。股价若高于16.21美元，投资者即不应买进，若股价低于16.21美元；这个家庭就有投资价值，可以买进了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

分析公司的股利记录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“投资者最重要的目标就是得到令人满意的投资回报。”

——引自韦斯(Geraldine Weiss and Gregory Weiss)所著《*The Dividend Connection*》,Dearborn Financial Publishing,1995年,原作第2页。

在华尔街的历史记录中,大多数投资者都谨记股利的重要性。若剔除过去70年来上市公司所发放的股利,投资的年获利随即大幅滑落。例如从1928年到1997年,最广为人知的市场指标道·琼斯工业平均指数是以每年4.86%的速度上涨,而非媒体所宣称的9%至10%,造成其间的差异即在股利。1928年至1997年间,30只道·琼斯工业股票的每年平均股利率为4.4%。唯有把资本利得的4.86%加上股利收益4.4%之后,才可获得可观的股票复利收益。

股利的成长要素

轻视每年发放股利的重要性是极不明智的,因为股利不仅仅是投资者获利的主要来源,同时也是市场低迷时的一剂良药。在空头市场中,高股利股票抗跌性较强。投资者也不应忽视股利在战胜通货膨胀的获利上所扮演的角色(见第五章所提的概念)。公司若能够持续地改善盈余与股利,其所提供的短期惊人获利即可战胜债券收益。长期而言,成长股所提供的股价获利则可战胜整体市场。

只要看看默克与摩里斯这两家重视分配股利的成长性公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，即可明白股利对投资者的长期优点为何。假设一位投资者在 1980 年以除权后的股价 1.9 美元与 3.9 美元分别买进摩里斯和默克，并坚决持有该股，到 1997 年，两家公司每年所发放的股利即构成了原始投资的大部分获利（见表 9-1）。同样地，摩里斯与默克每年的盈余也提供了远远战胜通货膨胀的惊人获利。

表 9-1　摩里斯股票和默克股票的比较

摩里斯(1.9 美元买进)　　默克(3.9 美元买进)(单位:美元)

年度	每股盈利	股利	每股盈利收益率(%)	股利报酬率(%)	每股盈利	股利	每股盈利收益率(%)	股利报酬率(%)
1980	0.20	0.06	10.5	3.2	0.28	0.12	7.2	3.1
1981	0.22	0.08	11.6	4.2	0.30	0.14	7.7	3.6
1982	0.26	0.10	13.7	5.3	0.31	0.16	7.9	4.1
1983	0.30	0.12	15.8	6.3	0.34	0.16	8.7	4.1
1984	0.35	0.14	18.4	7.4	0.37	0.17	9.5	4.4
1985	0.42	0.17	22.1	8.9	0.42	0.18	10.8	4.6
1986	0.52	0.21	27.4	11.1	0.54	0.21	13.8	5.4
1987	0.65	0.26	34.2	13.7	0.74	0.27	19.0	6.9
1988	0.74	0.34	38.9	17.9	1.02	0.43	26.2	11.0
1989	1.01	0.42	53.2	22.1	1.26	0.55	32.3	14.1
1990	1.28	0.52	67.4	27.4	1.52	0.64	39.0	16.4
1991	1.51	0.64	79.5	33.7	1.83	0.77	46.9	19.7
1992	1.82	0.78	95.8	41.1	2.12	0.92	54.4	23.6
1993	1.35	0.87	71.1	45.8	2.33	1.03	59.7	26.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年度	每股盈利	股利	每股盈利收益率(%)	股利报酬率(%)	每股盈利	股利	每股盈利收益率(%)	股利报酬率(%)
1994	1.82	1.01	95.8	53.2	2.38	1.14	61.0	29.2
1995	2.17	1.22	114.2	64.2	2.70	1.24	69.2	31.8
1996	2.56	1.47	134.7	77.4	3.20	1.42	82.1	36.4
1997	3.00	1.60	157.9	84.2	3.82	1.69	97.9	43.3

这两家公司一直相当大方，它们把40%至50%的年度盈余发放给投资者，再把剩下的盈余投资于资产账户中。由于这两家公司不断成长，几乎每年都可以提高发放的股利。到了1997年，摩里斯的股利达投资者1980年原始投资额的84.2%，而默克股利也达到1980年原始投资额的43.3%，单是公司股利的收获即已完全战胜了通货膨胀。

若要实现像上述两公司这种高额的年回报率，必须找到获得这种回报的投资要诀。首先，投资者必须以相对便宜的价格买进这两只股票。摩里斯在1980年时的平均股价为市盈率10倍，而默克的市盈率也仅14倍；其次，投资者所选择的公司必须能够长期不断地增加盈余，才能促使股利强劲增长；最后，投资者必须长期持股，盈余与股利才能超越通货膨胀，长期持有也能使股票的增值潜力达到最大效率。如果投资者持有摩里斯或默克股票两、三年，投资者还可能因该股价下跌而亏损。短期内任何事情都可能发生，然而若是将持股时间延长至17年，投资者可以确定股价的增长一定可与盈余增长同步上扬。到1997年底，摩里斯的股价为45美元，投资收益为原始投资额的2 268%，同期间，摩里斯的盈利增长了1 400%。而那时，默克的股价也涨到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

106 美元,报酬率达 2 618%,其盈利增加了 1 264%。

更明确地说,发放股利的意义不仅代表着公司管理阶层的慷慨,它也是公司经营成功的副产品。

公司必须赚钱才有能力支付股利,如果公司本身还要成长,盈余就一定得超过发放的股利,因为如果公司把盈余都当成股利发放给股东,年底时就没有剩下的保留盈余,去保证再投资新厂房或向其他公司购买资产。股利也可透露出管理阶层对未来的信心,如果公司提高股利即代表管理阶层宣布预期的盈余,那么削减股利是件很棘手的事,很少有公司会这么做。因为一旦提高股利,管理阶层即是承诺该公司来年还会再增加股利;也就是说,管理阶层认为未来盈余的成长足以超过这个发放的水准。

股利是“收集鼠”年代的遗物(Pack-Rat Age)。①

股利表面上看来十分吸引人,但它本身并不代表丰厚的年投资收益。大多数的投资者把股利当成救世主般地热情拥抱,他们相信唯有大公司才会发放股利。此外,财务分析师还进一步说服他们把投资组合分散投资于债券、发放股利的股票与不发放股利的股票,并强调证券能保证获利的重要性。这种冀望股利收入的欲望产生于大萧条的后崩盘时代,当时投资者害怕股价下跌,因而要求必须发放,当然也得到了更多的股利。

当时具影响力的财经书籍都强调,相较于所谓的“投机股”(speculative share),投资者最好买进会发放股利的股票并长期持有,因为这些股票比较安全。这些书籍主张,即使再发生另一次崩盘,有能力发放股利的公司不大可能破产清算,其股价抗跌性也较强。许多学术研究也支持这种概念,教导学生以预期的股

① 译注:pack rat 是一种北美洲的老鼠,因有收集新奇小东西的癖好而得此名,作者于此影射投资者收集股票的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利多寡来评价公司，许多年长的投资者期待股利发放，希望股利能让他们在退休后能安享晚年。还有些美国人一旦置业安家之后，往往就会蛰居数十载，在阁楼上堆满了各种工具与家具过自足安乐的生活；同样地，他们也会锁定许多发放股利的公司股票。

格雷厄姆的分析心态与任何分析师一样，大体都是大萧条时代的产物。他的价值评估模型也无可避免地强调，公司要能够每年有盈余获利并发放给投资者。对格雷厄姆与许多追随他脚步的学者而言，手握股利比空有资本利得的承诺还要有价值。他们相信若考虑投资的风险，最好是现在就能从公司拿到钱，省得还要依赖公司未来的盈利能力。格雷厄姆曾说：

> 近年来，股利一直是投资普通股票的首要参考因素。其简单逻辑在于，发放股利给股东是企业的首要目标。成功的公司就是能经常发放股利，且可以随着时间增加股利。因为投资的观念与这笔可靠的收入密切相关，接着普通股的投资很自然地局限于那些信誉卓著能发放股利的公司。再接下来，普通股的投资价格便是由股利的额度来决定。
>
> ——引自《证券分析》原作第 325 页。

若以这种片面的观点看待股利，就必然违反财务逻辑的直觉，公司不必也不应该发放股利有许多不得已的理由。格雷厄姆也曾经在股利问题上提出过更新的看法，并承认有些时候公司可以保留股利不发放。他列出了公司可以这么做的三种情况：(1)强化现金流量；(2)增加产能；(3)“消除过度资本化”(买回股票)。

这三种情况都可以提升公司的内在价值，并为股东谋福利。事实上，如果公司能比外部投资者更妥善地运用现金于公司内部，为了慎重起见公司应该保留盈余并且暂缓发放股利。格雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厄姆相信，如果公司能成功地再投资盈余扩大产能，或改善不稳定的财务，在未来股利的发放上，将可取得较有利的位置。如果公司能再投资并增加内在价值，现在牺牲掉1美元的股利，将来投资者获得的利益会更多。学者们主张，这1美元迟早会再以股利的形式回到投资者手中。

许多当代的价值型投资者包括巴菲特在内，对于股利的判断都悄悄地与格雷厄姆有所不同，转而接受了一种更具弹性的看法。他们主张，对今日的投资者而言，尤其在税法改变之后，股利并未带来多大的经济利益，甚至可以从股票的潜在收益中扣除。从巴菲特的伯克希尔投资组合中，即可见到他对股利的偏见；唯一的例外是如果历史证明，该公司以往能聪明地分配盈余用途(见表9-2)。在1997年底，巴菲特主要的持股包含几家大型的成长股，它们发放的股利还不及盈余的50%(1997年的市场平均值为38%)，这些股票的股利收益率平均低于1%。

表 9-2 伯克希尔最大的持股仓位(1997 年)

(单位:美元)

公司名称	1997年每股盈利	1997年股利	发放率(%)	12/31/97的收益率(%)
美国运通银行	4.15	0.90	22	1.0
可口可乐	1.67	0.56	34	0.8
迪士尼	2.75	0.48	17	0.5
Federal Home Loan Mtg.	1.90	0.40	21	0.9
吉列	1.91	0.86	45	0.9
麦当劳	2.20	0.32	14	0.7
华盛顿邮报	26.23	5.00	19	1.0
富国银行	25.62	5.20	20	1.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追求股利的投资者要了解公司内部获利与外部投资者需求的关系。就这点而言，公司应该避免不断增加股利的要求。如果能成功地把投资者的资金再投资，管理阶层应该主动暂停发放股利，甚至持续好几年都无所谓。如果公司能以投资者的股利资金另行投资以创造更好的获利，则公司应该毫不犹豫地考虑把盈余保留下来。

假设通用汽车的盈余获利 1 000 万美元，它可以选择发放部分、全部或不发放股利给股东。决策的关键在通用汽车的“门槛比率”(hurdle rate)，即它对内再投资可预期的获利率。如果通用汽车购置 1 000 万美元的新厂房，每年的投资报酬率可达 25%，它很可能会选择保留全数资金用于再投资。在这种情况下，通用汽车所做出的这项抉择并不令人意外。唯有投资者在自行投资的投资报酬率有机会超过 25%的情况之下，通用汽车才会发放股利。然而股票市场却不能保证有这么高的投资报酬率。如果新厂年报酬率只有 10%，通用汽车就很难做选择了，这是因为有些投资者的获利就能超过 10%投资报酬率，所以公司可能只把 500 万的获利投注在新厂，剩余 500 万以股利形式发放给投资者，并融资借贷 500 万支付其余的扩张费用。如果新厂预计的投资报酬率更低的话，比如说只有 5%，那么公司很可能会把所有的盈余以股利发放出去，并举债 1 000 万美元以支付扩张计划所需的资金。

如投资者所见，公司对于发放股利这项议题是不能随心所欲的，管理阶层必须把股利发放政策纳入公司长期财务与扩充资本的计划之中。事实上，美国企业一直遵守这些总体原则，这可从公司股利、盈利增长与资产报酬率的关系上得到证明。快速成长的公司可达成最高的资产报酬率，所以无论如何是不发放股利的，而且很可能连续好几年都不会发放。其中包含了上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百家的小型公司，以及著名的高成长公司如微软、甲骨文、思科系统、盖特威 2000（Gateway 2000）、戴尔电脑、帅康（3Com）、Boston Scientific、Outback Steakhouse 与 Office Depot 等。成长缓慢的公司所能达成的内部投资报酬也很低，所以他们几乎把所有的盈余都以股利发放，如电气与天然气等公用事业公司。大多数的公司所发放的股利约等于年度营收的 10%至 60%，某种意义上，股利发放可反映出公司内部发展的滞缓程度。如果公司发放的股利低于盈余的 10%，其所创造的内部成长率可能就会很高；当公司发放高股利高达年度盈余的 40%至 60%，说明他们可能因为公司业务发展已日趋成熟，或成长机会锐减而发放现金。这个集团包含了消费产品公司，如摩里斯、佳乐氏（Kellogg）、大制药厂与银行。

许多上市公司对投资者追求股利的心态过分妥协，即使明知不理智，仍然继续发放股利，甚至眼见公司盈余已经下滑，还是让投资者陶醉在股利之中，希望能为股价提供某种心理安慰。此时的管理阶层已不仅仅是急功近利，甚至把原本可以更有效地投入到其他项目上的宝贵现金资产消耗殆尽。例如，许多矿业公司在 1997 年金、铜、银等矿产物价格大跌后，还维持发放股利这种错误，这些公司的持续盈利能力令人质疑。

相反地，有些财务稳健的公司也发放股利，但事实上他们应该保留盈余。通常，这些公司发放股利只是要满足基金经理人追求收入的欲望。有数十家基金明确规定不准买进没有发放股利的公司，结果错失了一些高速成长的美国公司的投资机会。基于这种误区，一些公司如嘉信理财（Charles Schwab）、沃尔玛百货、迪士尼、Cracker Barrel Old Country Store 与 Callaway Golf 等公司，适度发放股利的唯一目的，就是为了吸引更多的机构投资他们的股票。只要快速地检视一下他们的财务表现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即可确定，他们根本就不应该发放股利。例如，详细分析 Callaway Golf(见第十章)，它每年的资产回报率非常高，它应该继续把所有的盈余保留下来用于发展，而不是发放给投资人。但是，如果真的这样做，它每年的股利收益率还不及 1%，看到这种微不足道的报酬率，很显然大多数投资者一定会避开这只股票。Carcker Barrel 在 1998 年的股利为每股 0.02 美元，为该年盈余的 1.4%，除非动机有问题，否则从财务的观点来看，公司拿这么微薄的股利要想吸引投资者极为不合理。但是从理性的角度分析，如果公司在其资产上能达成高报酬率，它应该每年把所有的盈利全数再投资于公司业务，而不是把盈利交到投资者手中，让他们用于缴税，而让公司处于停滞不前的状态。

图 9-1 显示了几家大盘股的“股利发放比率”(dividend payout ratio)与资产报酬率。很明显地，股利政策在各公司间差异很大，即使是处于同一产业的公司，也很不同。一开始，这些公司的股利政策看来似乎并无差异，发放比率与资产报酬率的趋势高度相关。大体而言，公司的资产报酬率越高，应该发放给投资人的股利就越少。相反，如果公司的资产报酬率很低，此时公司就不应该把盈余保留下来用于发展，而是把这些宝贵的资源发放给投资者。但事实上公司没有这样做，更为荒唐的是，在公司享有高投资报酬率时，他却终止了进一步的投资，而选择把大部分的盈余发放给投资者，这种做法的错误性不言自明。

股利发放与企业“生命周期”的相关性分析

为什么有些公司只将 10%的盈余作为股利，而其他公司则发放 60%或者更多？我们先前提过，大体上这跟该公司的投资机会有关。·如果机会很好，公司应该尽可能把多数盈余保留下来，希望能为股东增加更多的权益。唯有这种投资机会消失时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

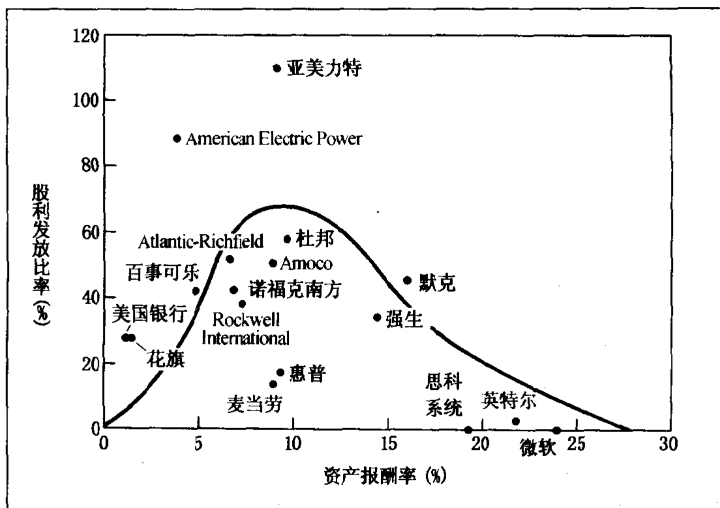


图 9-1　标准普尔 100 指数股票的股利与内部报酬

(12/31/1997)

公司才应该开始把盈余发放给股东，至于何时做出这种决策则很难精确地认定。从图 9-1 可看出，公司的盈余政策的确与内部报酬率有关连，图 9-1 也显示，股利政策与成长率有关，更精确地说，与公司的生命周期有关。一般而言，公司会经过 4 个阶段，然后才清算或拍卖资产。在每个周期，公司的再投资与股利政策都不一样。这些周期可以简述如下：

(1) 初期成长阶段。成长初期公司常因资金不足而保留所有的盈余以支持研究工作、进行收购或添购生产设施。高增长率是这个阶段的特色，有时可达 100%或更高，若不能持续几年，起码会持续好几季。在这个阶段的公司必须集中所有的资源开发新市场与新科技，以抵抗潜在的竞争者。

(2) 扩张期。公司在此阶段成长性有所减缓，但还是非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强劲。产品已能在市场占有一席之地，且已达到适度的成本效益，快速扩张自然成为新目标。新的店面、工厂、地区总部跟着建立，公司的薪资与管理成本随着营业额上扬。这些公司的特色是资产与股票的投资报酬率很高，而且边际利润也相对较高。在这个阶段大部分的公司会选择只发放适当的股利，因为来自资本利得的投资报酬率即可满足投资者。

(3) 成熟期。大部分著名的美国公司，如施贵宝药厂(Bristol-Myers Squibb)、可口可乐、迪士尼、宝洁、杜邦、花旗银行、福特汽车等公司，都处于“成熟”的阶段。历经数年或数十年的成功扩张之后，这些公司所累积的品牌优势十分充足，可以用来增加市场占有率。由于他们的规模庞大，所以很难再出现二位数的销售成长，但仍可以使用营运杠杆(operating leverage，见第十一章)来推动盈利增长。此时，新投资机会将受到较多的限制，而且大部分现金流量也会超过维持业务所需的金额，公司会把大部分多余的现金流量以股利形式发放给投资人。此阶段，股利可能会达到年度盈余的60%。

(4) 稳定期或衰退期。在这个阶段，公司的产出几乎没有成长，现金流量主要用来更新陈旧设备。盈利增长停滞不前，而且公司几乎无法为多余的利润找到其他任何投资机会。因此，公司会(也应该)把大部分的盈余发放给投资者。

投资者如果追踪公司的表现许多年，就会发现成长率与股利政策的改变是可以预测的。年营业额1 200亿美元的沃尔玛百货即是最具代表性的例子，足以说明公司成熟后会如何调整其财务目标的优先顺序。到1997年，沃尔玛百货的成长潜力已明显见顶并开始下滑。实际上，沃尔玛百货的销售并未停止成长，只是外部成长率停止。公司开始对新卖场停止兴建，并花费越来越多的资金整修现有的，而不是设立全新的设施。因为兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建新的卖场需耗费巨额资金，而沃尔玛百货已很难再找到足以支持 19 万平方英尺卖场的新社区；于是集中更多的资源往海外发展。1997 年 12 月，沃尔玛百货收购了德国零售商 Wertkauf 所拥有的 21 个卖场。这是一个明显的讯号，沃尔玛百货在美国的扩张已达成熟阶段，投资人若仔细检验沃尔玛百货的年度经营成果就会发现，该公司在美国新卖场的投资报酬率明显地逐渐下滑。换句话说，新卖场达成损益平衡所需的时间越来越长，资产负债表也显示出这个趋势。沃尔玛百货资产与股票的投资报酬率在 90 年代持续下滑（见表 9-3）。因为沃尔玛百货现有的卖场继续赚钱而新建的卖场减少，促使沃尔玛百货的营运现金流量大幅改善，因而在 1997 年首度出现盈余。管理阶层发现公司资金盈余过剩，于是开始接连增加股利的发放。由于沃尔玛百货的投资报酬率下滑，发放股利是合理的行动。沃尔玛百货不但没有保留所有的盈余，每年还巧妙地把更多的盈余归还给投资者，让他们自己决定如何花掉这笔获利。

表 9-3 沃尔玛百货股利的历史 （单位：%）

年度	每股盈利（美元）	资产报酬率	股东权益报酬率	股利（美元）	发放率
1992	0.70	12.0	26.0	0.08	11.4
1993	0.87	11.1	25.3	0.10	11.5
1994	1.02	9.9	23.9	0.13	12.7
1995	1.17	9.1	22.8	0.17	14.5
1996	1.19	7.8	19.9	0.20	16.8
1997	1.33	7.9	19.2	0.21	15.8
1998	1.56	8.3	19.8	0.27	17.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收政策与股利发放的相关性分析

发放与提高股利对公司而言看似稀松平常，但却是个会影响到未来盈利、资产投资报酬率与股价的重要决策。站在公司的观点，股利等于是运用现金与其他投资目标竞争。当在思索是否发放股利时，管理阶层所需考虑的因素包括：投资者现在领取现金比较好呢，还是等数年后再领回公司所累积的财富？另外，管理层还认为，他们有责任要提高股价，假设其他条件不变，股利占盈余比率越高，股价预计上涨的幅度就越小。若公司把100%的盈余都以股利形式发放，其股价攀升的幅度就会小于另一家保留所有盈余再投资的公司。大部分公司发放股利的比率既不是0，也不是100%，他们寻求中间路线，希望能同时满足公司再投资的资金需求，与投资人期盼股利收入的愿望。此外，投资者喜爱资本利得的程度远甚过股利，为此，公司不会大幅提高股利。如果不是投资者执意争取，公司其实不应该增加股利发放额度。以往公司会把60%以上的年度盈余以股利发放；到1997年底，他们所发放的股利却已不及40%。

如果了解这种趋势的缘由，股东应该从公司的财务背景来重新评价股利。自20世纪80年代晚期开始，股利历经了大幅变动，原因在于，多年来利率呈现稳定的下滑趋势，推升了债券与股票的价格，并造成收益率下跌。习惯了8%、9%收益率的投资者，突然间很难过地发现，他们买进的收益股票(income stock，译注：指股利发放优于一般普通股的股票。)收益率只有3%或更少。当事情尚未结束前，税法上微妙的改变又一次雪上加霜，进一步削减了坐享股利收入的优势。1993年的联邦预算调停法案(The Budget Reconciliation Act)成为调降股利支付额度的主要动力。该法案将最高普通所得税率提高至39.6%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而资本利得税率最高为28%，因而扩大了股利与资本利得的税率差距，这11.6个百分点的差距足以使坚持发放股利的股票不再具有优势。

就赋税政策的背景来看，在20世纪90年代股利发放比率降低是完全合理的。因为公司存在的目的是要使投资者的报酬率最大化，所以公司应该尽可能采用能使股票更有吸引力的政策。在20世纪80年代中期以前，公司的税赋较高并被视为被国家征用，所以管理层希望把盈余以股利发放给投资人，实现投资者报酬最大化，让投资者自行决定这笔获利的最佳用途。尔后，尤其是20世纪90年代中期开始，情势就发生逆转。

我们以通用汽车为例，来看看通用汽车所面对的选择。假设通用汽车赚进额外利润1 000万美元，他可以选择全数以股利发放；或进行再投资，以后再发还给股东；或者通用汽车与其投资者把这1 000万美元投资在收益率为6%的国库券上。通用汽车会做何决定呢？需要比较的是公司与股东的税率如何，以及公司与股东的税后报酬率如何。公司处置这笔钱的方法一定要将股东的报酬率最大化。

如果通用汽车的税率与股东的最高税赋相同，这1 000万美元如何发放就无关紧要，股东所获得的净报酬率是相同的。如果通用汽车买进1 000万美元的债券，并以每年6%的复利增长，5年后债券创造的利息为338万2 256美元，每年通用汽车所付的税等于利息的35%，在第5年年底，它所获得的利息为219万8 466美元。如果它把债券卖掉，便有1 219万8 466美元可以当成股利发放给股东。当然，投资者一收到钱；还得再损失35%的赋税，他们收到的净额是792万9 003美元。

通用汽车的另一个选择是在一开始就把1 000万美元全数发给投资者，让他们自己去投资。如果这么做的话，投资者将为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这 1 000 万美元损失 35%的税赋，所以他们真正收到的是 650 万美元。假设他们把这 650 万美元投资在年利率 6%的债券上，在第 5 年把债券卖掉后，连本带利的税后获利也可达到 792 万 9 003 美元。

如果税率改变，通用汽车的决定也将跟着改变。如果通用汽车的有效税率降至 34%，尽管相当小，但对投资者还是会产生不小的影响；假设通用汽车全数保留 1 000 万美元，买进债券，并把 5 年的获利以股利发放。同理，如果最高个人税率攀升到 37%，投资者若想要获得更多的钱，就要让通用汽车再投资这 1 000 万美元。由此产生了重要的推论：如果个人的税率比公司的税率高，对投资者比较好的做法是让公司把获利再投资，而不是即刻把股利发放给投资者：如果公司的税率高于个人的税率，对个人比较好的做法是，公司应该把多余的获利用来发放股利。

当 1997 年美国国会降低股票投资的资本利得税率时，它提供公司一个避免发放股利的额外原因。同样地，这也提供特别的诱惑给投资者，以引诱他们避开发放股利的股票。对于愿意持有股票超过 18 个月的投资者，国会把他们的资本利得税率从 28%降到 20%。这个做法刺激公司董事会，使他们更喜欢股价上涨而非股利增加，因而采取行动，提升投资者的资本利得。长期下来，就会使得公司不愿意以盈余成长的速度同步增加股利。

在这个过程中让事情更复杂的事实是，大部分的美国人并未按上述的税率执行。换句话说，他们的有效税率(effective rate)通常要低更多。若以一个典型家庭的税赋为 31%而言，计入标准免税项目与可扣除额如医药费、房贷付款、州与地方税、慈善捐款等等，有效税率可能是 20%或更低。对那些税赋更低的家庭或个人而言，股利的税率可能只有 15%而已，这使得公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司即刻发放股利要比把盈余再投资对投资者而言更有利。不幸的是,公司不能选择股利发放的对象,它的股利发放必须根据平均税率,制定全面一致的政策。现在,资本利得的税率进一步降低了,而且公司的税率依然低于最高的个人所得税率,所以投资者只能像仰望金融救世主一样,苦苦地等候股利的发放了。

另一个应谨记在心的要素是,股利会降低公司的成长速度。再投资于公司的每1美元,应该可以增加公司净值1美元,而且可以增加内在价值至少1美元。然而,如我先前曾经指出的,股利与股价的成长是鱼与熊掌不可兼得。股利发放越多,股票增值的潜力就越小。如果公司把所有的盈余都以股利发放,其净值可能永远也不会增加。如果盈余不增长,股价的表现就会与债券一样,只随着利率的变化而发生股价变动。如果盈余能稳定攀升,这支股票的市盈率可能还会比成长率相同但不发放股利的股票还要低。这是因为:第一,净值没有改变;第二,该公司年度的税后报酬率会远低于投资者。

股利再投资计划合乎逻辑吗

历史的教训告诉我们,投资者在讨论股利时,应该怀有一份开放的心态。他们不应该只是因为害怕买到"投机股",就机械式地抢进有发放股利的公司;再者,在没有事先弄清楚发放股利是否真的提升税后利润的前提下,就把投资重点摆在发放股利的股票上也是不对的。相反地,投资者也不应该为了避免每年的赋税,而机械式地避开有发放股利的公司,因为有些成长性佳的公司即使发放股利,对股票价格的负面影响也是微乎其微。简言之,并没有凌驾一切的策略能适用于所有公司。不过如果投资者要决定公司是否值得拥有时,还是应该要衡量股利的税后价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者还应认真地审视“股利再投资”(dividend-reinvestment)策略。过去10多年来,媒体投入相当的篇幅报导“金融成本平均法”与公司股利再投资策略。对许多投资者而言,这些策略的诱惑力很大。今日有数以百万计的美国人定期地再把他们每季收到的支票投入公司,然后丝毫不加过问。有超过1 000家公司加入这场混战,并推出各种投资方案让投资者不必经过券商即可从公司直接买到股票,并把股利用于再投资。公司发现这些计划有助于保持投资者的忠诚度,同时可以让公司扩大股东的基础,把更多的股票直接交给长期投资者,而不是机构。再者,这也是一种对大众发行新股票的低成本做法。

股利再投资策略是相当吸引人的,对投资者更是非常便利。然而从我们先前谈过的理由来看,很多计划的本质都有问题。如果公司发放股利,公司的实质目的是鼓励投资者把钱拿走并花在别的地方。毕竟,如果公司相信它自己的资产就是最好的投资目标,它会把盈余保留下来,而不发放任何股利。英特尔只发放很少的股利,因为重新投资于公司的每一分钱,年报酬率都超过30%,只要英特尔的税后盈利能取得较高的再投资报酬率,公司这种减少股利发放的策略将会为股东带来更大的盈利。

如果公司把大部分的盈余发放给投资者,实际上意味着公司无法用这笔钱赚得足够的报酬,因而鼓励投资者寻找投资报酬率更高的机会。如果明白这一点,为什么还要把资金重新投入这家公司呢?但事实上,投资者在做出股利再投资的选择时,所做的正是这件事。这种策略如果真如它所宣称的,买高股利回报的公司股票,如电力公用事业,就更是没道理了。而现在这些公司都有提供自动股利再投资计划。典型公用事业股所发放的股利高达年度盈余的80%至90%,这说明了这些公用事业公司无法再替投资者找到可获利的内部投资计划,他们自己都已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经不知道该怎么将投资者的资金拿去投资了，投资者还寄望他们能做什么呢？通常，股利再投资计划的资金会被用来发行新股票，这无疑会稀释原股东的每股收益。因而，不客气地讲，把股利再投资于低成长的公司如电力公用事业，就如同时常光临一家服务不好的餐厅，还每次都给服务人员小费一样的愚蠢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 评估公司的成长潜力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“只有明辨公司的外在表象与真实表现，方可打开通往财富王国的大门。”

——罗伯特·麦兹①

在完美的世界里，公司可以在无竞争对手的环境下经营许多年，甚至可以任何价格销售产品，不必为提高成本而担忧，也不会为斥资投入研发而倍感压力。对许多公司而言，如果这种极乐世界真的存在的话，也不会长久。尤其是现在，我们即将迎来下个世纪的新千年，公司被迫重新思考生存的策略。科技的传播与海外竞争的出现，使得新成立的公司可以在价格与品质上成功地战胜市场龙头，资源与资本的流动全然不受国界的影响，而且竞争者能在几个月内即可弥补技术上的劣势。许多公司充分利用地区性的薪资、利率、赋税与汇率差异，夺走了原本集中性产业的市场占有率，如钢铁、服饰、药品、银行、半导体与电讯等产业。

实际上，日益严酷的商业环境已持续了数十年，未来仍将进一步恶化。20 世纪初，乃至 40、50 年代，财经作家就曾感叹，由于竞争使得公司的垄断优势难以维持。这种情况不仅未有所改善，反而愈演愈烈。如果公司希望能增加市场占有率，为股东赚钱，他们必须不断调整经营思路，并检视公司内部表现。只有那些依然能维持强劲营运的公司，尽管竞争压力与日俱增，仍可为

---

① ——引自麦兹(Robert Metz)与史戴森(George Stasen)所著《*It's a Sure Thing*》，McGraw-Hill，1993 年，原作第 117 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者带来丰厚的利润。

在本章，我将介绍三项引导成功投资的关键指标：股东权益报酬率、保留盈利(retained earnings)、生产力(productivity)，以及它们如何帮助投资者评价公司的方法。

股东权益报酬率

在20世纪90年代，我们曾目睹了一系列盈利持续改善、生产力提升、间接制造成本(overhead cost)降低与强劲的销售获利等惊人的企业成就。公司用来创造这些成果的方式包括，重组、裁员、股票回购与管理阶层对资产的有效利用等，都加速改善了股东权益报酬率。股东权益报酬率是评估资本利用率(capital utilization)的一项直观标准，但却常常被忽略。大部分的投资者与最资深的分析师都会紧盯着每股收益，然而公司维持高股东资本报酬率的能力，才是长期成长的关键。因为很多方法都可以操纵每股收益，所以投资者也应该重视股东权益报酬率，它可以像每股收益一样作为评估公司表现好坏的工具。巴菲特在1979年给股东的年度报告中明确指出：

> **检验管理阶层经营能力的最主要方法，在于公司能制造出高股东资本收益率(没有使用不当的财务杠杆、会计花招等等)，而不在于能让每股收益持续成长。我们认为，如果管理阶层与财经分析师能修正他们每年对每股变化的重视程度，股东与社会大众将能更了解公司。**
>
> ——引自伯克希尔1979年年报。

计算股东权益报酬率的方法相当直接。这个比率的算法是将年度利润除以创造这笔利润的平均资产净值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$股东权益报酬率 = \frac{净收益}{(最终资产净值 + 起始资产净值)/2}$$

如果公司赚了 1 000 万美元，该年开始时股东资产净值 5 000 万美元，年底时为 6 000 万美元，公司的股东权益报酬率约为 18.2%。

$$股东权益报酬率 = \frac{1\ 000\ 万美元}{(6\ 000\ 万美元 + 5\ 000\ 万美元)/2}$$
$$= 0.181\ 8(即\ 18.2\%)$$

这个数字表示，管理阶层从投资者交给他们的资本中创造了 18.2%的报酬率。当投资者买进股票或藉由债券借钱给公司时，他们等于是提供资本给管理阶层。股东资产净值(资产减去负债)代表的是投资者在公司净资产中的股份，包括提供给公司的资本总额，加上公司利用该资本所获得的盈余，减去一些额外的项目。高股东权益报酬率表示，管理阶层成功地运用资产为投资者获利。理论上，股东权益报酬率也是预测股利与公司成长率的良好工具，若公司能持续创造 20%的股东权益报酬率，并保留 50%的盈余，其股利成长率应该会接近 10%。在 90 年代，默克的股东权益报酬率一直在 30%至 35%之间波动，而且该公司传统的保留盈余额度为 53%。如果这个趋势持续下去，投资者可以预期股利每年成长 16%至 19%。

20 世纪绝大部分时间，标准普尔 500 公司的股东权益报酬率平均值约在 10%至 15%之间，至 90 年代却急遽上扬(见图 10-1)。事实上在 90 年代中期，美国公司的股价能比账面价值高的溢价存在，原因之一就是股东权益报酬率攀上了历史高峰。在这种情况下，只要公司能维持高报酬率，公司的评估价值提升就是合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

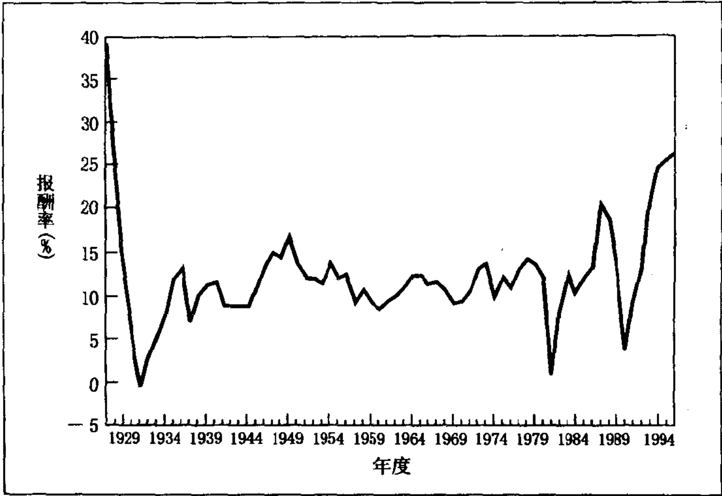


图 10-1 平均股东权益报酬率——道·琼斯指数

能够维持高股东权益报酬率的公司一定是卓越的企业，如果出现吸引人的股价水平应该要买进。我们通过假设的例子，来说明维持高股东权益报酬率的困难：假设公司起始盈利为1 000万美元，并维持25%的股东权益报酬率。

年度	基础资产净值(美元)	净收益(美元)	最终资产净值(美元)	股东权益报酬率(%)
1998	35 000 000	10 000 000	45 000 000	25
1999	45 000 000	12 855 000	57 855 000	25
2000	57 855 000	16 525 000	74 380 000	25
2001	74 380 000	21 242 888	95 622 888	25
2002	95 622 888	27 307 733	122 930 621	25
2003	122 930 621	35 104 090	158 034 711	25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年度	基础资产净值(美元)	净收益(美元)	最终资产净值(美元)	股东权益报酬率(%)
2004	158 034 711	45 126 308	203 161 019	25
2005	203 161 019	58 009 869	261 170 887	25
2006	261 170 887	74 571 686	335 742 574	25
2007	335 742 574	95 861 903	431 604 477	25
2008	431 604 477	123 230 476	554 834 953	25

因为每年的净收益要纳入资产净值，并成为下一年计算的成分，所以要创造足够的净收益以维持25%的股东权益报酬率将变得越来越困难。事实上，我们假设的公司必须每年以28.6%的速度增加净收益与资产，才能维持25%的股东权益报酬率。因此这里出现了一个有趣的定理：高股东权益报酬率应该伴随着更高成长的净收益，如果净收益的年成长率只有15%，我们假设的公司会有什么样的股东权益报酬率呢？

年度	基础资产净值(美元)	净收益(美元)	最终资产净值(美元)	股东权益报酬率(%)
1998	35 000 000	10 000 000	45 000 000	25
1999	45 000 000	11 500 000	56 500 000	23
2000	56 500 000	13 225 000	69 725 000	21
2001	69 725 000	15 208 750	84 933 750	20
2002	84 933 750	17 490 063	102 423 813	19
2003	102 423 813	20 113 572	122 537 384	18
2004	122 537 384	23 130 608	145 667 992	17
2005	145 667 992	26 600 199	172 268 191	17
2006	172 268 191	30 590 229	202 858 419	16
2007	202 858 419	35 178 763	238 037 182	16
2008	238 037 182	40 455 577	278 492 760	16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街的确偏爱稳定的收益增长，但稳定的收益增长会导致股东权益报酬率逐步下降，以及股东资产净值成长率的下滑。如果管理阶层希望维持 25%的股东权益报酬率，就必须想尽办法让净收益创造出更多的股东资产净值。事实上，如果净收益的成长比资产净值增长慢，这说明管理阶层并未把它所额外获得的资源做最有效的运用。巴菲特说：

> **许多公司定义“最高收益记录”(record earnings)为每股收益创新高。由于收益是年复一年地累积在股票上，因此如果管理阶层的表现是资产净值增加 10%，那么每股收益只增加 5%，这并没有什么特别值得注意。毕竟，即使是静态的存款账户每年也会因为复利的关系，稳定地增加利息的收益。**
>
> ——引自伯克希尔 1997 年年报。

选择高股东权益报酬率的公司很少会亏损。高股东权益报酬率一定伴随着强劲的盈利成长，其净值与内在价值也会呈现稳定地增加。在上述假设的例子中，我们可以预期该公司的年平均股价至少增加 28.6%，以反映股东资产净值的成长。如果公司净值年增率为 28.6%，该公司的价值也应该至少以此速度增加。在评估两家规模相仿的公司时，高股东权益报酬率的公司，长期而言几乎都有较好的报酬率。此外在估计股东权益报酬率时，还有 5 点值得投资者考虑：

(1) 凭藉小额负债或无负债以达到高股东权益报酬率，比藉由高负债达成类似的股东权益报酬率要好。负债到底是可增加获利还是会减少获利，至今并无定论，但债务水平是股东资产净值的主要决定因素。若其他因素不变，资产负债表上的债务越重，公司的股东资产净值就越低，因为在计算资产净值时，债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务须从资产中扣除。如果公司能灵活运用债务,将可大幅改善股东权益报酬率,因为与净收益比较起来资产净值基数相对较小。但是公司一般都不偏好高债务,尤其是对盈利的景气循环性很强的公司更是如此。Callaway 1993 至 1997 年间平均的股东权益报酬率为 43%,同一时间它还偿还了所有的长期负债,成就不凡。因为 Callaway 的资产基数相当小,其资产报酬率在 1997 年高达 34%。表 10-1 显示了道·琼斯工业平均指数 30 只成分股在 1997 年的股东权益报酬率。许多公司之所以能获得高股东权益报酬率,是因为借助高负债。

表 10-1 道·琼斯指数 1997 年的股东权益报酬率

(单位:%)

公司名称	股东权益报酬率	债务/资产净值	公司名称	股东权益报酬率	债务/资产净值
联合讯号	24.4	120	IBM	25.0	120
美国铝业(Alcoa)	11.5	150	国际纸业(International Paper)	3.2	140
美国运通银行	22.2	NM	娇生	26.6	40
美国电话电报公司	29.1	90	麦当劳	17.7	70
波音	10.0	70	默克	32.4	60
卡特皮勒	33.1	180	Minn. Min. & Mfg	24.3	50
雪弗龙(Chervon)	16.7	70	摩根银行	13.5	NM
可口可乐	56.7	40	摩里斯	44.3	180
杜邦	34.0	150	宝洁	27.5	60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

公司名称	股东权益报酬率	债务/资产净值	公司名称	股东权益报酬率	债务/资产净值
柯达	27.2	90	施百乐(Sears)	25.2	330
艾克森石油	17.2	70	旅行家集团	16.9	NM
通用电气	23.4	450	联合碳化物(Union Carbide)	26.9	140
通用汽车	19.6	790	联合科技(United Technology)	18.5	100
固特异轮胎(Goodyear Tire & Rubber)	3.1	110	沃尔玛百货	17.8	70
惠普	19.2	30	迪士尼	11.4	80

注:NM 代表数据

(2) 必须了解高股东权益报酬率的来龙去脉。制药与消费产品公司通常有高于一般公司平均的负债,且常有较高的股东权益报酬率。他们能负担较高的债务是因为他们的销售比景气循环公司还要稳定与可靠,因此他们可以安全地使用债务扩张,而不用在经济迟缓时担心付不出利息。

(3) 今日的高股东权益报酬率可能是因为股票回购。公司可以凭藉股票回购、员工持股计划(Employee Stock Ownership Plan, ESOP)与转让选择权等大幅操纵股东权益报酬率。在1989年11月,通用电气开风气之先,宣布100亿美元的股票回购计划,公开表示要改善股东权益报酬率的决心。此后,有上百家的公司充分利用这类回购计划。借着赎回股票,公司可以降低股东资产净值,并改善每股收益;这对股东权益报酬率而言乃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一箭双雕。先灵葆雅药厂(Schering-Plough)在 1996 年的股东权益报酬率不寻常地高达 65.9%,若再加上先灵葆雅药厂的零负债,这种报酬率似乎很惊人,那是因为先灵葆雅药厂买回了 1 亿 4 200 万股,存放于金库中等着再发行。这些股票的成本基础(1996 年年底为 35 亿 6 000 万美元)会从股东资产净值中扣除,因此膨胀了股东权益报酬率。若先灵葆雅药厂没有囤积股票的话,它的 1996 年股东权益报酬率应该是 23.3%,与竞争者差不多。囤积股票倒不一定对股东不利,公司的钱如果多得足以买回大量的股票,对提升股东权益报酬率与盈利也会比较好。先灵葆雅药厂正经历着强劲的销售上扬趋势,毛利率不断改善,资本支出仅占净收益的一小部分,面对这种情况,公司有计划地准备每年购回股票以改善股东权益报酬率。

(4) 股东权益报酬率通常会随着年复一年的盈利成长见顶与落底。景气循环公司的高股东权益报酬率难以维持。杜邦公司在 1996 年股东权益报酬率维持在 38.9%左右,该年盈利亦创历史新高;而在 1993 年经济不景气时股东权益报酬率仅为 4.9%,而盈利亦同时见底。

(5) 若未借助计提重整费用、出售资产、特别获利,依然能保持高股东权益报酬率的公司是为首选。不论是计提重整费用、出售分公司、以及降低股东资产净值等任何降低公司资产价值的决定,都会制造股东权益报酬率提升的假象。相反地,若公司能不靠这些辅助行动而增加股东权益报酬率,它的盈利才算是实实在在地成长了。如果资产净值基数很庞大,要不断地改善股东权益报酬率就会很困难。不过有不少公司的确在 90 年代中期设法达到了此目标:如联合讯号、Atlantic Richfield、Banc One、纽约银行、可口可乐、戴尔电脑、爱默生、艾克森石油、通用电气、丰田、麦当劳、默克与宝洁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东权益报酬率与其预测能力

许多学术研究探讨了股东权益报酬率的预测品质；也就是说他们想知道，一家公司的股东权益报酬率是否可以作为预测未来财务表现的工具。事实上，公司的股东权益报酬率走势与未来盈利间互动频繁。这一点巴菲特在年度报告中常常提及。如果每年的股东权益报酬率不断攀升，盈利应该也会提升；如果股东权益报酬率持平，盈利的走势也会持平。若能关注股东权益报酬率，投资者在做未来盈利的预测时就会更具信心。事实上，改善盈利预测准确性的方法之一是采用倒推方式，投资者先估计未来的股东权益报酬率，然后再求出欲达成这个目标所需的盈利。先前假设的例子中，在 1997 年初的净收益为1 000万美元，预估年股东权益报酬率为 25%；投资者即可预估未来的净收益与资产净值。到了 2007 年，年获利将可成长到12 300万美元，即现在水平的 12.3 倍。如果流通股数不变，每股盈利在未来 10 年会上扬 1 233%。

投资者也可以利用股东权益报酬率预测盈利潜在的下跌。学术研究显示，如果当前的股东权益报酬率高得离谱，即可预测盈利将会下跌。如果公司历来的股东权益报酬率通常都在10%与 15%之间，接着突然提高到 20%，那么下一次提报时很可能会出现公司盈利逆转。我们预期这个关系对整体市场也适用，实际上这也是事实。如同本章前面道·琼斯指数成分股的图形所显示，公司的股东权益报酬率冲上历史新高后，接下来的一段期间盈利会下跌。

保留盈利的增长

评估管理阶层价值最好的方法就是参考他们的投资记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者应该还记得，管理阶层的角色职责就是增加公司的价值，为达目的，管理阶层可以扩大销售增加公司的获利，也可以再投资这些获利以使股东的报酬率最大化。第九章曾解释过，有时候管理阶层没有选择，只能把盈利以股利发放出去，因为唯有如此，公司方能最大化股东的价值；另一方面，如果获利的机会充分，公司应该（实际上是必须）保留所有的获利。

年度	基础资产净值（美元）	净收益（美元）	最终资产净值（美元）	股东权益报酬率（%）
1998	35 000 000	10 000 000	45 000 000	25
1999	45 000 000	12 855 000	57 855 000	25
2000	57 855 000	16 525 000	74 380 000	25
2001	74 380 000	21 242 888	95 622 888	25
2002	95 622 888	27 307 733	122 930 621	25
2003	122 930 621	35 104 090	158 034 711	25
2004	158 034 711	45 126 308	203 161 019	25
2005	203 161 019	58 009 869	261 170 887	25
2006	261 170 887	74 571 686	335 742 574	25
2007	335 742 574	95 861 903	431 604 477	25
2008	431 604 477	123 230 476	554 834 953	25

史密斯（Edgar Lawrence Smith）在他 1924 年的著作《普通股票的长期投资》（*Common Stocks as Long-Term Investments*）中主张：如果公司未把所有盈利以股利形式发放，股价应该上涨。史密斯认为，公司所保留的每一分钱都可增加股东的资产净值，且会促使公司股价同步上扬。如果某家公司获利 500 万美元，从中发放 200 万美元的股利，保留 300 万美元；则公司的“账面价值”（Book value）就增加 300 万美元，若这家公司有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 000 万股的流通股票,则股价应上涨 3.33 美元。

不多久,华尔街即充分发挥了史密斯的突破性观念。在 20 世纪 20 年代末期,投机客充分发挥史密斯的理论支持他们对资产净值的疯狂渴望。投资者则认为只要公司把资金保留下来,任何资金都可以增加它的内在价值。因此,公司可以不断地增加价值,并不理会当时支撑股价的基础资产是否值钱,他们也不理会公司是否可以维持盈利或保留盈利的成长率,市场以不断提高的估价回馈成长股,并忽略那些每年保留盈利成长缓慢的公司。格雷厄姆于 1929 年写道,投资者过度关注未来盈利,以致忽略了这些公司的历史记录,并根据来年可能出现的保留盈利一路追高股票。然而,史密斯的观点还是值得信赖,企业的价值会随着保留盈利增加。如果公司每股赚了 1 美元并全数保留,公司的价值应该至少可以上涨 1 美元。如果没有的话,价值一定是在某处被破坏了,这时候谨慎地分析财务报表的确有所帮助。

“保留盈利”这个项目只是资产负债表上的会计调整,它是公司创立以来减去股利支付额的所有累积获利总和。如果公司过去 50 年的净收益为 200 亿美元,实际发放的股利为 100 亿美元,保留盈利即为 100 亿美元,但这并不是说公司即拥有 100 亿美元的现金。过去 50 年来,公司已把手上曾经拥有过的 100 亿美元额外利润再进行投资,大部分的资金很可能用在建新厂房、雇用员工、研发产品、开拓新市场或买进其他公司上了。

虽然保留盈利仅是一个账目,但这个项目却很重要。因为保留盈利说明了公司增加净资产的来源是什么。为解释这个概念,我们假设投资者在三年间存了 2 万美元。

资产负债表上显示累积存款为 2 万美金。现在请看下列的假设:

我们可以看出投资者并未把 2 万美元全部藏在床底下,他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款 9 万美元购买价值 10 万美元的房子，他也利用贷款买了价值 1 万 5 000 美元的汽车，并已经还了 5 000 美元的贷款，他还拥有 5 000 美元无贷款的个人物品，他所创造的 2 万美元净值上完全符合他三年的存款。公司则必须在资产负债表上条列出净值的来源。就此例而言，他会把 2 万美元列为“保留盈利”。这 2 万美元的现金已不复存在，而是转列为无抵押负担的资产(unencumbered assets)。

（单位：美元）

	第一年	第二年	第三年
收入	50 000	55 000	60 000
支出	45 000	50 000	50 000
存款	5 000	5 000	10 000

资产	（单位：美元）
房子	100 000
汽车	15 000
个人物品	5 000
总资产	120 000
负债	
房子(未偿本金)	90 000
车子(未偿本金)	10 000
总负债	100 000
净值	20 000

对投资者及所有的公司而言，关键在于他是否能灵活运用这笔钱。保留盈利若要对公司有价值，它们再投资的计划就必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须要有适当的投资报酬率，否则公司就不应保留任何盈利，而应把所有盈利发放给投资者。如果举例中的人是一家公司的话，他应该要在汽车与房子上获得适当的报酬率；否则应该把他的存款花在报酬率较高的物品上。很明显地，这种逻辑对一个家庭而言并不实际，也不值得效法。然而，公司是投资的管道，其存在的目的是运用股东的资金创造获利，也就是必须聪明地运用保留盈利，否则，史密斯的价值理论就没有意义了。毕竟，如果公司把保留盈利花在低报酬率的计划上，那保留盈利有什么好处呢？在这种情况下，保留盈利可能会使公司今后的业绩提高，但股价可不会，因为市场已经认清管理阶层没有能力使价值最大化。

若上例中的投资人所提报的净值低于 2 万美元呢？事实上他破坏了价值。2 万美元的利润没有转换成 2 万美元的净值。发生什么事了呢？有一种可能是，房子或汽车可能在贬值，显示这是个差劲的投资。此外，投资人还可能必须把钱继续投入现有的资产以维持其价值。他所拥有的 5 000 美元个人物品可能包括一柜子需要每季更新的西装、后院的围墙可能最近毁于风暴需要更换、汽车的传动系统也可能莫名其妙就坏掉了。任何这类可预期与不可预期的情况，都可能迫使他花费额外的利润，以修复资产所损失的价值。

因此当投资者研究保留盈利时，基本上他所搜寻的证据是公司是否明智地再投资其利润。检验一家公司是否能通过下列三项测试，有助于更进一步地了解保留盈利的真实价值。

(1) 股东权益报酬率很高。如果公司的股东权益报酬率高于该产业平均，表示该公司资源再投资的工作做得比竞争者要好。股东权益报酬率越高，每年或每季公司应该保留的盈利就越高。有些公司吹嘘他们的股东权益报酬率异于常人，又把相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当比例的年度盈利发放给投资者。这是因为他们无法找到更好的投资机会,如摩里斯、多数的制药公司以及食品公司如百事可乐、可口可乐等。有些公司则宣称他们的股东权益报酬率很高,因为相当高额的股利会降低保留的股东资产净值。

(2) 资本支出需求很低。公司可能有很高的股东权益报酬率,如果所有的年度获利都用来更新老旧设备,公司的内在价值就无法增加,保留盈利只不过是一种错觉而已。例如,区域性与长途电话公司每年都把大部分的盈利用来升级网路、购买交换设备与维修数万英里的电话线。他们多花在维修上的一块钱,就等于在扩张上少花一块钱,而扩张才是投资者要使用保留盈利的地方。唯有公司建新卖场或增加产能时,高额的资本支出才是可以接受的。

(3) 公司市值随着保留盈利上扬。没有任何人能准确地追踪公司如何运用保留盈利。投资者必须收集数十年的年报,仔细阅读其财务报表以检查保留盈利的成长方式。有关公司的再投资政策,投资者也可以依赖市场做合理的判断。公司市值应该以保留盈利的速度成长,这是因为成功的公司增加内在价值的速度会比保留盈利快,长期下来,市场能准确地反映公司的成长轨迹。如果公司股票的市值上升速度比保留盈利快,则可合理推测这是因为管理阶层妥善应用资产,创造了额外的价值。

生产力:从物质与人力资源获得更佳的报酬率

生产力成长是美国实际工资与公司收益成长快于其他许多国家的主要原因。广义地说,每一小时美国人所能生产的产值越来越多,使得美国人的劳力在世界市场上越来越有价值。从以往的历史来看,提高生产力对公司、员工与股东都有正面的意义。从投资者的角度来看,生产力提升能让公司的资源有更好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的报酬率、更好的毛利率与更好的收益。然而，美国的生产力成长并不是持续不断的。在 20 世纪 50 年代与 60 年代，每小时的工厂产量提升 3%至 4%，但此后的成长率都不足 2%。

图 10-2 揭示了这个现象的某些玄机。一般来说，如果设备越先进，员工的产能就越高。当公司削减设备支出，生产力的成长就可能减缓，如 70 年代与 80 年代所发生的。在 1966 年时，如图 10-2 所示，资本支出的增长比劳动力要快 9 倍以上。事实上，典型的公司每增加雇员 1%，就增加设备采购 9.4%。然而到了 1971 年，公司在设备采购上缩减，该比率降到 1%以下。从 1991 年开始，资本设备采购的速度再度大幅翻升，于是公司更新设备的速度开始比增加员工要快。到了 1996 年 6 月，资本设备/劳力成长比率回升到 6.8%，创 30 年新高。这个趋势有助于解释自 1991 年以来工业股收益暴涨的原因，也能解释 90 年代中期股票多头市场持续多年的实质性理由。

对投资者而言，要精确地计算个别公司的生产力增长能力相当困难，事实上，许多公司也没有足够的资料可以准确评估投入与产出。但是大体而言，藉由简单的计算可以算出企业是否能从设备与员工上获利更多。最简单的方法是计算公司每位员工的销售额，其所需的数据在大部分的年报上都可以找到，通常公司年报把这些数据整理成相当方便审阅的表格。计算这个比率的方法是，年销售额除以该年度公司员工的平均人数。例如，如果公司年初时有员工 1 万人，年终时有 1 万 1 000 人，提报的销售有 5 亿美元，每位员工平均为公司创造的销售为 4 万 7 619 美元。当然，并非每位员工都实际对公司的收入做出贡献，但是这个计算透露了整家公司所有阶层的工作大致的生产力水平。

生产力数字无法被独立出来，要研究这些数字通常需要好几年的资料，唯有如此，投资者方能评估公司在资源运用上是否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

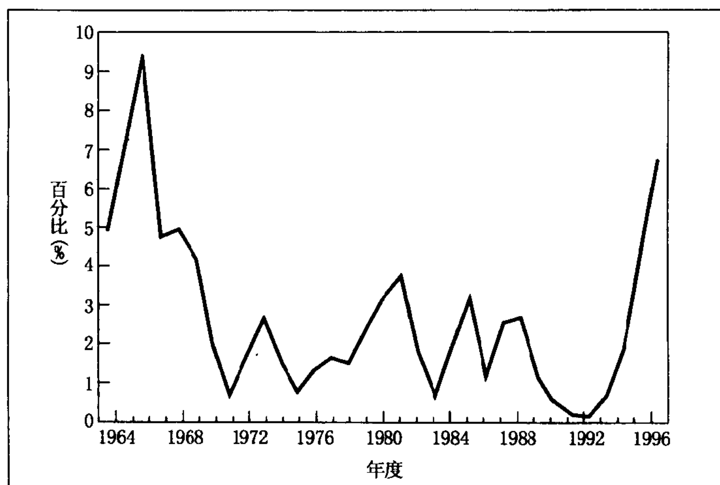


图 10-2　资本支出与劳力成长比(美国制造业)

出现了有意义的改善,以及这些改善是否有助于提高盈利。表 10-2 陈列了在 90 年代生产力成长极为优异的 24 家不同公司,它是用年报制作的,所用的资讯是投资者可以轻易取得的。这些公司的生产力成长与盈利增长之间的交互关系并非巧合,当工厂的生产力提高时,即可以较低的成本创造相同的产量;也就是说,所有新销售额的每一块钱都代表着越来越好的收益。

研究生产力成长的最直接的方法是测量资本支出的增长,这是公司必须提列在现金流量报表上的成本。测量时,比较公司第一年的资本支出与第二年公司的销售额增长,投资者可以约略估计公司资本支出的报酬率。例如,惠普电脑去年的资本支出为 20 亿美元,今年的销售额增加了 40 亿美元,这表示其资本支出有 2 倍的报酬率。比较这个比率几年,有助于了解公司效率的趋势如何。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-2 精选公司的生产力成长

	销售额/员工 1991 年（千美元）	销售额/员工 1996 年（千美元）	年变化率（%）	销售成长率 1991 年至 1996 年（%）	每股盈余成长率 1991 年至 1996 年（%）
Air Products & Chem.	205.0	267.2	5.4	6.5	9.9
联合讯号	115.9	169.2	7.9	3.4	23.5
Armstrong World	121.1	179.7	8.2	1.3	35.4
Andrew	126.7	191.3	8.6	13.5	33.6
Equifax	79.3	128.0	10.1	10.6	29.9
爱默生	106.9	129.1	3.8	8.5	9.9
Dover	109.1	155.0	7.3	11.1	22.0
道氏化学	254.6	502.6	14.6	4.9	17.4
Donnelley(R. R.)	138.3	168.1	4.0	11.0	4.6
Frontier	175.8	326.0	13.1	18.1	10.3
惠普	194.9	358.6	13.0	21.5	26.5
Honeywell	104.5	141.8	6.3	3.4	6.2
强生	151.0	252.0	10.8	11.7	14.6
国际纸业	195.6	261.3	6.0	8.8	−4.7
佳乐氏	337.8	460.4	6.4	2.9	3.4
Lubrizol	282.1	356.6	4.8	1.6	4.5
默克	230.6	420.6	12.8	18.2	11.8
Morton International	164.7	238.4	7.7	13.6	19.3
摩托罗拉	113.4	199.1	11.9	19.8	17.2
Pall	103.5	135.3	5.5	7.9	11.9
摩里斯	338.1	453.8	6.1	4.2	11.1
PPG Industries	168.3	230.6	6.5	4.9	33.0
罗素	54.0	70.0	5.3	9.1	8.9
SBC Communications	144.5	209.7	7.7	8.0	12.4
先灵葆雅	185.3	277.9	8.4	10.2	16.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，比较几年下来的资本支出增长率与员工增长率。如我先前所提出的，当资本支出增长远高于员工人头的增长很多时，高生产力、业绩提高就会随之而来。在1991年至1996年间，信用与数据服务公司Equifax把资本支出提高为员工增加的26倍。结果，这段期间的年获利增长29.9%，股价飙涨了500%。同样是5年的时间，Andrew公司的员工增加了34%，销售上扬88%，资本支出的增长是员工速度的3倍以上，使得Andrew的年生产力增长率达到8.6%。从1991年到1996年，强生公司每位员工的销售上涨67%，年增率为10.8%。同期间，净收益的年增率为14.6%，而证券市场上反映其股价上涨了3倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

发掘利润率中的潜在价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"上天很少赐给商人买气强劲或极度封闭的市场，可以让价格与成本变得毫不相干。"

——引自苏顿(Gary Sutton)与塔希(Brian Tarcy)所著《*Profit Secrets from a No-Nonsense CEO*》,Career Press, 1995 年,原作第 28 页。

利润率(Profit Margin)是衡量公司状况最有意义的工具，它的作用主要在于评估公司的内部效率,也就是销售转换成利润的能力。对投资者而言,唯有把销售转换成实际盈利才有意义,因此,唯有公司能从销售中创造利润,它才有价值。如果公司的销售达到 50 亿美元,但每年都损益平衡,对投资者而言它的价值与另一家销售额仅为 500 万美元,同样不赚钱的公司是一样的。年底时,这两家公司的所有者都无法从公司获得任何利润,其所投入的时间、金钱与承担的风险都没有得到适当的回报。

一旦投资者研究利润率,很快就会发现两家公司不会有相同的效率。然而,利润率在产业集团内的关连性相当高。软件制造商的利润率一般都比汽车制造高得多;制药厂与食品厂所享有的利润率是银行的两倍;公用事业类的公司,一般而言利润都相当稳定,这是因为政府对他们的利润设限;景气指数公司的利润率会随着经济循环波动,繁荣时,利润很高;萧条时,呈现亏损,这是很常见的;超市与食品物流商的利润率极低,通常低于 1%,因为他们依赖销售量来创造净收益水准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在考察利润率时，聪明的做法是考察公司的长期表现，通常是 10 年或以上。分析 10 年的结果才足以使投资者掌握促成公司获利能力改变的趋势，或至少可以显示出可能性的范围。10 年的时间可以显示完整的经济循环，有助于了解利润如何随着经济变迁而增减。

当投资者了解基本词汇后，利润率的分析是相当简单的。

毛利率(Gross Profit Margin，GPM)是指营业收入扣除销售货物成本，所剩下来的公司利润。毛利率所显示的是公司支付多少的劳力、原料与其他资源，才产出该季度或年度所销售的商品。如果通用汽车一季销售的汽车是 250 亿美元，制造汽车的直接成本为 200 亿美元，它的毛利即为 50 亿美元，而毛利率为 20%(50 亿美元除以 250 亿美元)。决定公司毛利率的要素包括：产品的售价、原材料价格(可能每天都在波动)、员工薪资等。另一个重要因素是，在计提时间上公司如何分摊成本。如果通用汽车分别买进单价为 200 美元与单价为 150 美元的轮胎，它可以选择在本季的营业成本中要计提哪一批轮胎。如果先计提 150 美元的轮胎，本季毛利率就可提高，然而下一次计提时，它就没有什么选择，只能在每部出售的新车上计提 200 美元的轮胎成本，结果使得通用汽车的毛利率比上次计提时低。

“营业利润率”(Operating Margin)是研究损益表最重要的比率。公司的营业利润率反映实际、直接的生产成本，也是决定利润的最主要因素。营业利润率的计算方式是，销售额扣除产品的成本、行销与管理费用、贬值与折旧、研发费用等，这些支出都可在损益表与备注栏中找到。在计算营业利润率时，不应该理会非营业费用。例如，利率、非重复性获利或损失、重整费用、已结束营业的业绩与成本。这点很重要，因为如此投资者才能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毫无妨碍地观察公司的效率。一旦投资者排除了这些项目，再比较多年的利润率，即可观察该公司在同行业中的排名。如果公司的营业利润率与税前利润率间存在极大差异，投资者应该要好好研究，造成差异的原因可能来自于费用、高利息支出、非重复性事件、或是其他收入。如果这些项目时常出现，将会造成公司利润率重大改变，因此投资者在评估公司时必须另做调整。

“净利润率”(Net Profit Margins, NPM)是衡量销售额占盈亏的百分比。净利润率包含营业收入的所有来源与所有固定、变动、或非重复性的成本。净利润率的计算方式是营业收入扣除总成本，再把结果除以营业收入。更简单的算法是把净收益除以销售额。这个比率之所以重要是因它显示了公司在拓展销售时到底耗费了多少资产。连续观察数年，还可从净利润率看出公司的生产状况是否有效率。

上述三种利润率的关系可从下表看出。下表显示 1997 年 IBM 的每季盈利。IBM 并未提报任何费用，该年也没有任何不寻常的项目，因此，IBM 利润率能稳定改善是因为积极的缩减成本、增加销售额，并降低有效赋税；并不是因为非重复性事件的影响。

历史证明表现最好的公司是有高利润率，或是能够长期维持、改善利润率的公司。微软享有高利润率，它把资源投注于开发软件和应用程式，它所需的费用不过是把这些程式拷贝到上百万的软盘上，再把它们卖给电脑制造商与零售商。微软的营业收入中有绝大部分是来自于软件版权与合约费，其成本在前几季或前几年就已计提。在典型的季报中，微软提报的利润率为 90%，营业利润率为 50%，而净利润率为 30%至 35%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IBM 公司 1997 年每季盈利表　（单位:美元）

支出项目	1997 年第四季	1997 年第三季	1997 年第二季	1997 年第一季
营业收入	23 723	18 605	18 872	17 308
销货成本	14 205	11 507	11 471	10 716
总收入	9 518	7 098	7 401	6 592
销管成本	5 060	3 932	3 958	3 684
研发费用	1 425	1 162	1 221	1 069
营运收入	3 033	2 004	2 222	1 839
其他收入	173	162	137	185
利息支出	194	183	179	172
税前收入	3 012	1983	2 180	1 852
税	919	624	734	657
净收益	2 093	1 359	1 446	1 195
毛利率(%)	40.1	38.2	39.2	38.1
营业利润率(%)	12.8	10.8	11.8	10.6
有效税率(%)	30.5	31.5	33.7	35.5
净利润率(%)	8.8	7.3	7.7	6.9

从季度利润报表中寻找线索

若要真正了解公司的营运状况,必须研究每季度的损益表。损益表上的项目隐藏着无价的线索,可以让投资者了解公司正在经历的各种趋势,以及造成未来盈利增减的种种可能。下例显示,在检验了几个简单的比率后,投资者可以收集到哪些信息。

Harrah's Entertainment 公司:90 年代中期,由于好几个州发牌照给新的邮轮与赌博机构,使得赌场暨邮轮公司 Harrah's 发生营运危机。在美国的赌博市场,Harrah's 的占有率最高,在各个主要的赌博城市共计拥有 20 家赌场,包括南北内华达州、纽泽西州、伊利诺斯州、密西西比州、密苏里州。新竞争的出现开始威胁 Harrah's 的生存,使其销售与营业利润率下滑。到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收支项目	1997年第四季	1997年第三季	1997年第二季	1997年第一季	1996年第四季	1996年第三季	1996年第二季	1996年第一季
营业收入(美元)								
邮轮	158 110	171 311	169 512	157 313	150 199	160 994	165 801	152 148
大西洋城	79 509	98 954	88 412	82 635	80 385	98 725	80 978	78 501
北内华达	65 916	88 918	71 676	61 241	67 086	89 758	71 852	70 479
南内华达	83 900	70 918	68 729	64 613	67 515	71 541	75 102	75 626
印第安那与其他赌场	10 535	8 147	10 564	8 297	8 160	7 708	7 333	6 129
总　　计	397 970	438 248	408 893	374 099	373 345	428 726	401 066	382 883
营业利润(美元)								
邮轮	27 298	35 518	32 189	29 154	26 637	33 421	40 216	40 967
大西洋城	12 629	25 614	20 112	14 925	15 700	26 887	17 716	14 709
北内华达	4 691	22 957	11 701	5 184	10 510	26 339	12 537	10 367
南内华达	13 326	7 291	10 424	10 900	15 186	14 357	18 894	19 532
印第安那与其他赌场	522	552	1 345	3 789	2 314	−1 099	−1 131	−3 420
总　　计	58 466	91 932	75 771	63 952	70 347	99 905	88 232	82 155
销售利益(%)								
邮轮	5.3	6.4	2.2	3.4	1.1	0.2	13.2	10.4
大西洋城	−1.1	0.2	9.2	5.3	−1.5	0.9	−4.4	1.6
北内华达	−1.7	−0.9	−0.2	−13.1	−10.3	−4.8	−11.8	8.4
南内华达	24.3	−0.9	−8.5	−14.6	−6.5	−5.5	−2.4	4.6
印第安那与其他赌场	29.1	5.7	44.1	35.4	570.0	−380.0	−373.0	50.0
总　　计	6.6	2.2	2.0	−2.3	−1.3	0.7	3.0	7.4
营业利润率(%)								
邮轮	17.3	20.7	19.0	18.5	17.7	20.8	24.3	26.9
大西洋城	15.9	25.9	22.8	18.1	19.5	27.2	21.9	18.7
北内华达	7.1	25.8	16.3	8.5	15.7	29.3	17.5	14.7
南内华达	15.9	10.3	15.2	16.9	22.5	20.1	25.2	25.8
印第安那与其他赌场	5.0	6.8	12.7	45.7	28.4	−14.3	−15.4	−55.8
总　　计	14.7	21.0	18.5	17.1	18.8	23.3	22.0	21.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 1997 年初期,Harrah's 的邮轮与其在拉斯维加斯与新泽西赌场的销售额都没有增长,营业利润率反倒大幅衰退。毫无疑问地,这些现象显示(1)Harrah's 的设施正经历着人潮衰退;(2)Harrah's 需要花更多钱打广告并降低服务费(降低订房的费率)以抢回顾客。除非投资者分析 Harrah's 营业区间的资料,否则并不容易发现这个趋势。只要对这些数字保持警觉,投资者即能随时避开该股于 1996 年的强大卖压,并发觉趋势的反转讯号。例如在 1997 年的第四季,年销售成长攀升到 6.6%,这还包含了在内华达南部与邮轮的巨额获利。这是 Harrah's 从困境中脱身的第一个讯号。

Seattle Film Works 公司:研究利润率有时候可以发现公司营运的潜在危机,如高级冲印公司 Seattle Film Works,这是一家通过邮递方式冲洗彩色相片的公司。计算成本的特殊会计系统导致它在 1997 年与 1998 年的业绩一败涂地。为了吸引新客户,该公司推出以邮寄方式送洗底片,即赠送免费底片的活动。客户拍完底片后,再把它寄回 Seattle Film Works,公司冲洗后再把相片寄还,另附上新的免费底片。

值得赞许的是,因为创造出重复赠送的连锁效应,奠定了 Seattle Film Works 绝佳的销售基础。不过当该公司要计算直接邮件行销成本时,问题就随即出现。大部分的公司会直接计提这笔成本,但是 Seattle Film Works 却分三年计提。因此,若平均每争取到一位客户的成本为 5 美元,这 5 美元会平均分摊到 12 个季度。例如第一季度时,该公司所记录的这笔收购成本为 0.42 美元,并从当季的盈利中扣除。然后,在资产负债表上把剩下的 4.58 美元债务记录为"资本化的收购成本"(capitalized acquisition costs)。

唯有销售增长速度大于或等于递延的成本时,这种金字塔式的成本转移才能发挥功效。如果销售增长趋缓,资产负债表上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本比重就会累积回损益表，且愈来愈庞大，这就是 Seattle Film Works 公司在 1996 年发生的问题。在我们所考察的 8 个季度期间，Seattle Film Works 的销售增长率从 45%跌至 6%。同时，先前销售的摊提成本不断地累积到每一季度的损益表上，导致盈利降低。至 1997 年底，计提的收购成本支出增长速度为销售速度的 3 倍。留在资产负债表上的投资行销成本已经膨胀到当时销售额的 67%，致使该公司的经营陷入危机。同时反映在股价上，1998 年中股价跌到每股 4 美元，远低于 1996 年的高峰 15 美元。

Seattle Film Works 1996、1997 年营业表现 （单位:美元）

项目	1997 年第四季	1997 年第三季	1997 年第二季	1997 年第一季	1996 年第四季	1996 年第三季	1996 年第二季	1996 年第一季
营业收入	22 471	32 743	25 553	21 657	21 236	27 133	22 509	17 821
收购成本	4 164	4 231	4 289	3 762	3 482	3 233	2 974	3 236
资本化成本	15 121	13 882	15 865	13 139	12 675	11 334	10 900	9 645
销售成长率(%)	5.8	20.7	13.5	21.5	27.3	24.3	42.5	45.0
收购成本成长率(%)	19.6	30.9	44.2	16.3	37.2	37.8	36.6	60.4

嘉信理财：对嘉信理财(Charles Schwab)而言，1996 年至 1997 年是非常重要的一段时期，因为该公司的获利来源已较少依赖买卖手续费，而以共同基金的费用为主要收入。藉由具备“超级市场”规模的 One Source 共同基金，嘉信理财推销数百只的共同基金给客户，并依照客户在基金所进行的投资金额收取基金手续费。嘉信理财维护 One Source 的成本相当低。每季度共同基金的营业收入大多可以直接转换成利润。

嘉信理财损益表上的变动成本结构透露出有趣的另一面。请注意营业成本增加与净收益、每股收益、支出与其他项目的高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度关连性。即使该公司总成本在本质上是变动的(这个项目将在后续讨论),但每一季度的销售、成本与净收益几乎都以相同的速度增加,因此,我们可以断定公司对成本链(cost chain)的管理相当成功。从投资者的角度来看,类似嘉信理财的成本结构,会使大家比较容易预测未来收益。如果投资者预测未来5年内,嘉信理财营业收入的年增长率为20%,投资者可以相当确定净收益的增长也会接近20%。

Maverick Tube 公司:通常当投资者研究考察公司几年来的财务状况后,可以发现成本与盈利关系密切。若有足够的历史数据,投资者可从利润率中发现有用的信息,以确定何时是最佳买进的时机。我们以年营业额3亿美元、生产石油与天然气用钢管的 Maverick Tube 为例。Maverick 的盈利就像景气指数股,会随着经济的起落、北美的钻油活动、钢铁与原油价格等因素时涨时跌。当投资者剖析连续几年 Maverick 的表现,会发现上述因素对 Maverick 的成本结构影响很大。

嘉信理财 1997 年营运表现 (单位:美元)

收支项目	1997 年第四季	1997 年第三季	1997 年第二季	1997 年第一季
营业收入				
手续费	315 000	322 679	261 396	274 919
共同基金服务费	119 000	112 155	101 824	94 698
净利息收入(Net Interest Revenue)	100 400	94 013	82 485	76 723
本金交易(Principal Transactions)	64 000	61 252	63 598	69 135
其他	22 200	21 740	21 481	20 179
总计	620 600	611 839	530 784	535 654

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

收支项目	1997年第四季	1997年第三季	1997年第二季	1997年第一季
支出(扣除利息)				
补偿与津贴(Compensation and Benefits)	261 700	255 104	224 119	220 838
通讯	45 700	45 790	45 511	45 701
占有与设备	41 000	39 279	38 490	35 414
场内经纪佣金	20 900	26 290	22 217	22 444
贬值与折旧	32 300	34 948	29 686	27 773
广告支出	38 500	29 303	25 954	35 835
专业服务	19 300	19 865	16 573	13 881
其他	39 400	34 320	22 491	23 448
总计	498 800	484 899	425 041	425 334
税前收入	121 800	126 940	105 743	110 320
税赋	41 200	50 415	41 781	43 585
净收益	80 600	76 525	63 962	66 735
在外流通股票	263 800	273 001	271 637	271 238
基本每股收益(Basic EPS)	0.305 5	0.280 3	0.235 5	0.246 0
每年的变化(%)				
净收益	35.02	34.09	−8.75	42.16
每股收益	38.11	32.32	−9.68	40.64
营业收入	28.67	42.28	7.93	19.89
支出	30.19	45.38	13.93	15.86
手续费	30.19	53.58	0.09	14.12
基金费用	37.49	39.68	35.07	37.57
补偿	31.82	48.61	11.79	12.84

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Maverick Tube 的营业表现与杠杆 （单位：美元）

年度	销售额	出售产品的成本	行销费用	营业收入
1997	291 060	252 803	13 966	24 291
1996	204 182	182 042	10 198	11 942
1995	167 896	159 865	7 728	58
1994	124 843	117 833	4 896	1 722
1993	133 729	121 596	6 059	5 330
1992	98 941	92 342	4 783	(3 258)
1991	126 029	115 507	5 172	5 350
1990	123 255	109 100	4 211	9 944
1989	67 249	61 632	2 994	2 623

（单位：%）

年　度	销售变动	毛利率	营业收入的改变
1997	42.5	13.1	103.4
1996	21.6	10.8	20 489.7
1995	34.5	4.8	−96.6
1994	−6.6	5.6	−67.7
1993	35.2	9.1	−263.6
1992	−21.5	6.7	−160.9
1991	2.3	8.3	−46.2
1990	83.3	11.5	279.1

首先我们可以看到，销售额大幅增加时，通常可使利润率提升。正如我们所预期，公司把固定成本分摊到更多的营业收入上，所以每根售出的钢管都可把利润推向更高；其次，我们发现销售成本大体上相当稳定，每年约占销售的4%至6%。Maverick 表现的关键在于毛利率，它同时反映了销售水平与 Maver-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ick 所支付的钢价成本。如果销售成本上扬，超过销售额的 93%，也就是毛利率在 7%以下，Maverick 就难以获利，其营运收入会暴跌，而且税后收入(计入利息支出)也只是微利而已。但是如果出售产品的成本跌到 87%以下，也就是说毛利率超过 13%以上，Maverick 就可出现可观的盈利。

对股东而言，Maverick 显示原料成本(本例为钢)对净利润的影响程度最大。尤其是，如果公司把大部分的营业收入花费于固定与变动成本上，原料成本的影响更是明显。如果投资者所研究厂商的毛利率极度依赖原料价格，投资者就必须要了解商品价格与盈利的关系。有时就像 Maverick 一样，毛利率所透露的是买进公司股票的机会。在 1996 年，季度毛利率开始攀升到 10%以上，这显示公司的利润将会很快节节上升。钢价降低与原油价格上涨同时发生，激发了对新油井的需求，也帮助了在 1995 年底营运勉强维持损益平衡的 Maverick。当然，Maverick 的业绩随即水涨船高，股价也从 1995 年的每股 5 美元涨到 1997 年中的 50 美元，结果造成 Maverick 股价被过度高估。每次印证短期获利的浮夸会导致不理性投资，于是投资者开始卖出持股，1998 年年中，尽管利润率不断上升，但 Maverick 的股价又跌至 10 美元左右，此时如果能够对 Maverick 的利润表进行深入研究，那么我们可以发现，该公司的盈利能力仍在上升途中，此时如果能坚定信心，那么投资者即可获得了两次获利机会。

运用营运杠杆：当盈利增加的速度超过销售时

上述例子显示，公司成本结构的改变，不论是以季度或年度为单位，都可能造成盈利大幅波动；而且会影响投资者对该公司的正确评估。盈利受影响的程度要看公司的本质与它经营的产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业而定。制药、烟草与消费产品公司，例如百事可乐、可口可乐、默克、辉瑞(Pfizer)、宝洁、高露洁—棕榄(Colgate-Palmolive)与摩里斯等公司的成本结构非常稳定。如果销售额上扬10%，它们的盈利很可能也会上升约10%，为1∶1的关系。同样地，如果销售下跌10%，投资者也可以预期每股盈利约会下滑10%。如果盈余与销售的互动如此紧密，公司的成本结构的重心主要在于“变动成本”。变动成本是指随着输出单位改变的费用，包含劳动成本与津贴、原料、运输与仓储成本、行销、广告与旅行成本、推销人员佣金、与各项生产不可或缺的费用。当公司的订单倍增，即需要购买2倍的原料、可能需要2倍的劳力、也可能须要在行销上加把劲。同样地，如果订单减少，公司在劳力、原料等等的花费也就不再需要那么多。

高变动成本的公司通常对经济循环较不敏感，当销售降低时，它们的营运成本也大幅下降，单位生产成本几乎持平。不论经济景气与否，这类公司如可口可乐、默克等利润率都相当稳定。相比之下，“固定成本”(fixed costs)很高的公司，利润率对销售的变化就会变得非常敏锐。固定成本是指不论产能全开或厂房闲置，公司每天必须支出的费用，包括负债的利息成本、效用成本(utility costs)、租金、会计管理经常费用、法律与审计人员费用、建筑与公司总部维护费、经理人员薪资与无法指定于特定产品的人员薪水。固定成本名符其实地不会随着产量变动。为了会计目的，固定成本是按比例分摊在公司全年的生产上。如果公司一年生产1 000个引擎，年固定成本为100万美元，这100万美元即平均分摊于1 000个引擎上，即每个引擎的固定成本为1 000美元。如果公司生产了2 000个引擎，100万美元的固定成本可分摊的引擎则为2倍，因此每个引擎的固定成本支出降到500美元，也就是每个引擎的获利增加了500美元。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果公司仅销售 500 个引擎，每个引擎承担的固定成本为 2 000 美元，每个引擎的利润即少 2 000 美元。

很明显地，公司利润率的关键主要在于固定与变动成本的独特组合方式。固定成本比例高的公司，在销售下滑时利润率也会大跌。相反地，销售上扬时利润也会提高。如果公司的盈利增加与销售不对称，这家公司即具有“营运杠杆”(operating leverage)的可能。这个重要概念有助于投资者了解利润率与估计公司的盈利潜力。具备营运杠杆的公司在扩张阶段时，可以善加利用固定与变动资产的组合，每增加销售 1%，它们计提的盈利即可增加 1%以上，营运杠杆比率会大于 1.0。如果盈利增加是销售速度的 2 倍，该公司所展现的营运杠杆比率为 2.0。若比率为 3.0 则意味盈利上涨的速度是销售的 3 倍。比率越高，公司固定成本相对于变动成本就越高。

量化营运杠杆对盈亏结果的影响是非常困难的，因为公司在财务报表上并未透露足够的信息，可以让人分辨出固定与变动成本。缺乏精确的资料，外人最多也仅能猜测公司固定和变动成本的比率。最简单的方法，是比较每年营业收入与成本的变化。这两种变化衍生出的比率很接近该公司固定与变动成本的组合。公式如下：

$$\text{变动成本占销售额的百分比} = \frac{\text{今年总成本} - \text{去年总成本}}{\text{今年销售额} - \text{去年销售额}} \times 100\%$$

$$\text{固定成本占销售的百分比} = 1 - \text{变动成本占销售的百分比}$$

公司的变动成本比率可能会因不同时期而有很大的变化。在一个相对较长的考察期中，如果公司的销售上升迟缓且来不及降低成本，变动成本比率就会暂时冲高。投资者应该要评估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多个季度的数据并求出平均值，才能对公司的成本结构有更好的了解。一般来说嘉信理财的变动成本平均约占总成本的90%，其余的10%是由固定成本组成。一旦投资者算出固定与变动成本比率，即可合理地推算出公司的营运杠杆，并确定盈利相对于销售的变化。营运杠杆的计算方式是，固定成本的百分比除以公司的营业利润率。

$$营运杠杆=\frac{固定成本占销售的百分比}{销售获利（营业利润率）}$$

如果公司的营运杠杆大于1.0，营运杠杆的效果才存在。销售额的增加会使盈利呈不对称跃升，如果这个比率一直都小于1.0，盈利增长的速度则不会与营业收入增长相同。以嘉信理财为例，因为其大部分经营成本都属于变动成本，所以其营运杠杆并不存在。它的经营成本包括经纪佣金，唯有账户交易增加时才会增加，薪资费用会随着客户账户数目而增加，行销费用会随着营业收入而增加，还有科技成本，常随着员工数目而增加。

研究公司的利润率与营运杠杆对于预测未来的盈利与现金流量而言，是很重要的工具。长期下来，投资者可学会在这些比率中发现趋势，进而调整投资者的分析。大体而言，公司的营运杠杆有两种明显的特性：循环性与稳定性。请参考下列两个例子：

两家假想公司的杠杆比率

年　度	制药公司	航空公司
1989	0.95	0.65
1990	0.93	0.92
1991	1.01	1.45

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年　度	制药公司	航空公司
1992	1.03	2.90
1993	0.92	2.25
1994	0.92	0.83
1995	0.97	−0.40
1996	1.04	−1.35
1997	1.00	−0.97
1998	0.97	0.68

我们立刻就可以发现制药公司所展现的业绩状况，要比航空公司更容易预测。从历史资料来看，制药公司的营运杠杆在1.0附近盘旋。它的意义是销售每增加1%，盈利也预计增加1%。为了方便计算，投资者可能会选择计算10年的平均值，并利用这个结果估计未来的盈利成长。就航空公司而言，这么做是不可能的，也是不明智的。投资者必须要更小心才能避免以最近的业绩表现来推衍未来。过去记录显示的是极具循环性的杠杆比率：无疑地，这是源于航空公司很高的固定成本。从上例可见，有时销售增加使得盈余暴增；也有时销售增加，但实际上盈利却下滑。

这是否意味着投资航空公司会比投资制药公司差呢？不是的，但它告诉投资者必须用不同的方法评估航空公司，才能确保不会在杠杆循环的高点买进航空公司的股票。事实上，买进航空公司最保险的时机是1989年与1996年至1997年间，当时营运杠杆比率滑到低谷，且有不断改善的迹象。相反地，卖出该股的最佳时机则应是1992年至1993年间，当时固定成本为公司带来了最大的盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表11-1显示成本、销售与盈利的关系。该表以成本结构与销售增长为基础，展示公司所能达成的获利范围。我们假设，公司的销售为100美元，总成本为固定成本，并占销售额的70%，即70美元，营业利润为30美元。如果销售额成长10%至110美元，其成本依然维持在70美元，利润可增加至40美元，表示利润成长了33.3%。该公司以它的高成本结构作为“杠杆”，使利润增长的速度远超过了销售额的增长。利润增长的速度是销售的3.3倍，这是相当吸引人的比率。若成本占销售的80%，营业利润会上扬50%，比率为5∶1。若成本占销售的30%，利润的增加只有14.3%。

表11-1 根据公司成本与销售增长之盈利增加情形

固定成本所占的销售比率 (单位:%)

销售增加	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
2%	2.2	2.5	2.9	3.3	4.0	5.0	6.7	10.0	20.0
4%	4.4	5.0	5.7	6.7	8.0	10.0	13.3	20.0	40.0
6%	6.7	7.5	8.6	10.0	12.0	15.0	20.0	30.0	60.0
8%	8.9	10.0	11.4	13.3	16.0	20.0	26.7	40.0	80.0
10%	11.1	12.5	14.3	16.7	20.0	25.0	33.3	50.0	100.0
12%	13.3	15.0	17.1	20.0	24.0	30.0	40.0	60.0	120.0
14%	15.6	17.5	20.0	23.3	28.0	35.0	46.7	70.0	140.0
16%	17.8	20.0	22.9	26.7	32.0	40.0	53.3	80.0	160.0
18%	20.0	22.5	25.7	30.0	36.0	45.0	60.0	90.0	180.0
20%	22.2	25.0	28.6	33.3	40.0	50.0	66.7	100.0	200.0
22%	24.4	27.5	31.4	36.7	44.0	55.0	73.3	110.0	220.0
24%	26.7	30.0	34.3	40.0	48.0	60.0	80.0	120.0	240.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

销售增加	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
26%	28.9	32.5	37.1	43.3	52.0	65.0	86.7	130.0	260.0
28%	31.1	35.0	40.0	46.7	56.0	70.0	93.3	140.0	280.0
30%	33.3	37.5	42.9	50.0	60.0	75.0	100.0	150.0	300.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

分析重要的财务比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"使用概括性方法评估股票所衍生的问题不在于缺乏真实性，而是该方法有太多的疏漏"。

——引自伯恩哈特(Arnold Bernhard)
所著《*The Evaluation of Common Stocks*》,
Simon & Schuster, 1959 年，原作第4 页。

伯恩哈特巧妙地指出了大多数投资者的共同问题：投资者常常紧盯着价值指标，却忽略了真正的价值，他们试着把投资简化成几个易于了解的原则。一般人会采用"比率分析"(ratio analysis)，即根据股价与利润率、股价与成交量、股价与成长性函数关系来决定买卖股票。第二章已说明这些方法各有其优点，许多研究也支持在市盈率、股价账面价值比、价格销售比等市场平均值下，应该买进股票。然而问题的症结在于投资者常会误解这些比率，甚至忽略它们。

依账面价值投资

格雷厄姆花费多年的时间试图找出决定价值最有用的要素。在他所选定的几个项目中，最著名的即是公司的资产净值或账面价值。格雷厄姆发现股价若低于其清算价值(有形资产减去负债再除以流通股数)，通常能提供最佳的报酬率。

在格雷厄姆的时代，美国大部分公司都是制造商，它们的资产多属厂房、机械、库存，所以公司的清算价值即是最低价值。他的基本主张是，不论公司的股价与盈利如何背离，除非公司有财务困难，否则股价都不应该会低于公司净值。如果股价低于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本身的账面价值,就好比以 85 美分出售 1 美元,或好比房屋的售价低于所需的建材成本一样。

格雷厄姆的观点是正确的,股价被低估的情况不会永远持续下去。或者说,股价终将涨到账面价值之上,否则,公司会走向清算一途。如果管理阶层无法采取必要措施,使股价涨到自己的最低价值之上,他们有责任以清算价格分散出售公司,再把资金以特别股利发还给股东。格雷厄姆说:

> 没有充分的理由使股价持续低于其清算价值。如果公司价值低于清算价值,公司应该清算。但若公司价值较高,那么股价应该会高于公司清算的价值。
>
> ——引自《证券分析》,原作第 499 页。

"清算价值"理论变成价值投资法早期的重要论点之一。它假设股票的定价若低于公司资产价值,则其价格必定会上涨,所以保证可以为投资者带来获利。如果有机会选择买进定价公平的股票,并因而承担该股可能不会续涨的风险,或是选择买进股价低于账面价值的股票,在两者中,投资者应该每次都买进价格低估的股票。格雷厄姆相信:

> 根据许多例子来看,股价如低于清算价值,也因此会成为吸引投资人买进。因此在证券分析技术上,我们有获利的领域。
>
> ——引自《证券分析》,原作第 499 页。

账面价值的定义

账面价值是指公司的每股资产净值(见第十章股东资产净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的定义)。只要研究资产负债表,投资者即可轻易且合理地推算出账面价值。例如,Fruit of the Loom 的资产负债表显示股东资产净值为 1 亿美元,公司发行 1 000 万股股票,因此,其账面价值为每股 10 美元(1 亿美元除以 1 000 万股)。如果股东资产净值上涨到 1 亿 2 500 万美元,那么账面价值也会上涨到 12.5 美元。如果 Fruit of the Loom 的股东资产净值为 1 亿美元,并发行 2 000 万股的股票,其账面价值就只有每股 5 美元。

这些数字代表着什么意义呢? 字面上,它们反映的是公司的净值;也就是 Fruit of the Loom 卖出资产、偿还债务、分配获利之后,其投资者预计可以获得的金额。账面价值的计算方法是,所有资产当时的价值总和(现金、投资、应收账款、土地、设备、库存、建筑等),扣除公司短期与长期债务。如果普通股的市价远低于可拍卖的净资产价格,该公司即形同在市场上贱价求售。

在计算账面价值时,投资者应该要小心谨慎。聪明的价值型投资者会依照下列两种方法调整资产负债表上的资产价值。

(1) 调整无形资产。如果公司以账面价值的溢价买进另一家公司,就必须把“商誉”(goodwill)计挂在资产负债表上。这类商誉是无形资产,其价值会从每年的盈利中扣除,直到用尽为止。若甘尼特支付 4 000 万美元买进资产净值仅价值 3 000 万美元的地方性报纸,即产生 1 000 万美元的商誉。很明显地,这 1 000 万美元并未有任何资产支持,它代表的是甘尼特在买进这家公司时,被迫支付账面价值的溢价。此后甘尼特的资产负债表上就会出现商誉或“无形资产”(intangible asset)的名目,其目的是为了平衡账目。甘尼特花费 4 000 万美元的资产买进这家报纸,所以在资产负债表上必须出现 4 000 万美元的抵销交易。在这个例子所出现的是增加 3 000 万美元的有形资产:厂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房、机器、库存等，与 1 000 万美元的商誉。

格雷厄姆并不重视商誉，他认为商誉的价值难以量化，而建议投资者在计算账面价值时把它扣除，因为这样做可以大幅降低某些公司的账面价值。在前例中，如果 Fruit of the Loom 拥有 2 亿美元的资产、2 500 万美元的商誉、1 亿美元的负债，其账面价值就只有 7 500 万美元(1 亿 7 500 万美元减去 1 亿美元)，而不是 1 亿美元。

对商誉的评估并没有一定的标准，它往往因人而异。包含巴菲特在内的许多价值型投资者，其看法与格雷厄姆不同，他们相信商誉是有价值的。对他们而言，商誉是附加于买进价格上的剩余价值，用以反映这家公司所创造的“额外”报酬率，能够超过拥有类似资产组合的公司，在理论上所代表的是这些额外报酬率的资本还原价值(capitalized value)。事实上对许多公司而言，商誉是实质资产。例如，拥有十几项专利权的默克制药公司，以每股账面价值加上 30 美元的价格买进了伊莱利公司，投资人可以假设这 30 美元中，至少有一部分可反映出伊莱利公司专利的长期价值。

但对某些公司而言，商誉常常会变成海市蜃楼。通常在公司完成收购并勾消商誉后，即宣布新资产亏损；或者承认由于乐观的预期，而为该资产支付了过高的价格。在这种情况下，商誉所代表的不过是管理阶层所相信的，为夺得目标公司的控制权所必须支付的溢价。因此，对买方而言，商誉无法维持长久的价值。

> **事实上，面临被收购的无形资产并不能保证其自创的价值会继续存在。**
>
> ——引自 White, Sondhi, Fried 所著
>
> 《*The Analysis and Use of Financial Statements*》，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

John Wiley & Sons,原作第 910 页。

为了安全起见,投资者既不应该在计算账面价值时排除商誉,但也不应该全数计入。在账面价值分析时将商誉的价值以 50%计算,会比较接近实际价值。

(2) 调整资产价值的可能售价。资产负债表所列出的并非资产清算的实际售价,而是管理阶层估计资产的公平价值。格雷厄姆指出,计算清算价值的第一条规则是:假设所有的债务都是真的,而所有的资产价值都是“可疑的”。会计法规规定,公司必须以实际成本列出负债,在计算账面价值时,以面值扣除。但另一方面,所提报的资产价值则是武断的,资产价值可以是公司原本支付的历史成本,时至今日可能已大不相同,也可以是管理阶层所估计的当时公开市价。

但是管理阶层所认为的资产价值与买主愿意支付的资产价值,两者并不能等同。例如 The Limited 估计,在 1997 年 6 月 30 日其商品库存为 11 亿美元。但令人怀疑的是,如果真到了 The Limited 清算拍卖的那一天,会有哪一家服饰商愿意支付该价格。比较可能的是,这些商品(多半是衣服)每一美元也许可以卖 25 美分,也许更低也说不定。同样地,通用电气在 1996 年年底宣称厂房与设备的价值为 259 亿美元,但要收回这笔金额的几率相当渺茫。

为了更适当地评估资产价值,格雷厄姆发明了一个直到今天都还适用的速检表。他建议投资者在评估大部分的资产时须对提报价值打折扣,才能反映出更实际的售价。

如果惠普电脑估计其库存值 5 亿美元,投资者应该以提报价值的 50%至 75%来计算。所以惠普电脑的库存实际上应该价值 25 000 万美元到 37 500 万美元之间。如果公司提报的固

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定资产为40亿美元，投资者的估计应该介于4 000万美元到20亿美元之间，两者差距相当大。

格雷厄姆评估资产负债表的资产折价表 （单位：%）

资产项目	面值的百分比	平均比率
现金、有价证券	100	100
应收账款	75～90	80
库存	50～75	67
固定资产（厂房、机器）	1～50	15

格雷厄姆的修正似乎很合理。现金与有价证券流动性较强，公司可以随时以接近资产负债表上的价位出售这些资产。应收账款(即接受信用出售商品后的应收金额)的价值应该略低于账面价值，这是因为应收账款具有坏账的风险，而且需要花费数个月才能完全收齐。大体而言，公司收齐应收账款的时间越长，其价值即越低。由于折旧快速，库存与固定资产的价值有可能远比表列的价值更低。

评估资产负债表上的资产

格雷厄姆的数据并非是一成不变的，投资者必须自己掌握一些判断的方法。现在我们把格雷厄姆的计算方法运用于温蒂国际公司(Wendy's International)与Giant Cement Holding Co.两家独特的企业上，以便我们评估资产时知道必须做哪些调整。1996年12月31日，温蒂国际公司的资产负债表如下表。

如表所示，我在评估餐厅的特殊情况时，并未严守格雷厄姆的调整幅度。在估计应收账款时我并未采用提报值的75%至90%的区间，反而采用更合理的98%。因为温蒂国际公司的应收账款仅占总销售的一小部分，而且这些应收账款大部分都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运送食物与原料给分店的账款,除非分店陷入财务困境,否则这些应收款项短期内收回的机会很高。

温蒂国际公司 (单位:美元)

资产项目	提报价值	调整(%)	实际价值
现金	218 956	100	218 956
短期投资	4 795	100	4 795
应收账款	53 250	98	52 185
应收票据	11 003	95	10 453
库存	17 000	50	8 500
其他短期资产	31 959	75	23 969
房地产与设备	1 207 944	50	603 972
其他资产	236 527	90	212 874
总资产	1 781 434	—	1 135 704
流通在外股票	133 785	—	133 785
每股资产价值	13.31		8.50

温蒂国际公司的库存(主要是食物)应以格雷厄姆建议范围的低点估计,因为它们会腐烂。事实上,在清算时这些库存对买方可能没有任何价值。然而,房地产与设备则应该以格雷厄姆建议范围的高点估计。就本例而言,至少要达到提报价值的50%。温蒂餐厅的房地产多为较新建筑,出售给其他连锁餐厅时会比较接近公平的房地产价值。其他有意义的调整是在其他资产这个栏目中,如投资者所见,我是以提报价值的90%计算。温蒂国际公司年报的注脚显示,其他资产主要为应收票据(notes receivable)——温蒂国际公司以当时市价记载于账册上的放款。

然而,我们也调降4.81美元,使温蒂国际公司的每股资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格从 13.31 美元降到 8.5 美元。如果我们把食物库存记为 0,重算后的账面价值还会远低于 8.5 美元。然而,如果我们以高于提报价值 50%为餐厅估价,账面价值则会更高。

在另一个例子中,商品制造商 Giant Cement Holding Co. 于 1996 年底提报的资产如下页列表:

在这个例子中,因为清算抛售的价格很低,所以每股资产价值降低了 56%,从 12.06 美元降到 5.3 美元。调降幅度最多的是"库存"。年报注脚显示其中大部分是补给品、煤与维修零件等对买方不具价值的东西,及随时都可以出货的水泥。应收账款的价值降低为提报价值的 80%,这是因为 Giant Cement 的应收账款实际上占销售的 14%,而且该公司约需 49 天才能收齐货款,也因此增加了坏账的风险。

Giant Cement Holding Co. (单位:美元)

资产项目	提报价值	调整(%)	实际价值
现金	10 432	100	10 432
应收账款	14 897	80	11 918
库存	17 656	50	8 828
其他短期资产	2 071	50	1 036
房地产与设备	70 418	25	17 605
其他资产	3 142	75	2 357
总资产	118 616	—	52 176
在外流通股票	9 833		9 833
每股资产价值	12.06	—	5.30

应用格雷厄姆的调整法评估公司

尽管格雷厄姆的方法无法明确地计算出公司实际的清算价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，但相较于粗估的股东资产净值，这个方法还是比较接近合理的数据。然而在应用格雷厄姆的方法时还是必须小心谨慎。如果将固定资产增值的因素纳入考虑范围，格雷厄姆用 15%来估价固定资产的实际价值似乎就太低了。假设公司在 1960 年买进 100 万美元的厂房，折旧期为 40 年。到了 2000 年，该工厂提报的账面价值为 0，因为所有的折旧都已经用尽。但是如果工厂在该公司的维护下还能正常运转，设施的价值还可能因为通货膨胀而增值。但在格雷厄姆提出这一观点时，通货膨胀还不见踪影。

评估库存时也存在同样的问题。清算时，一卷钢铁可能卖到提报价值的 80%，一件衣服可能只有 10%，100 万片过时的晶片可能什么价值也没有。投资者可能必须依实际情况来做出自己的主观判断。在清算价值与账面价值的差异上，巴菲特曾有过惨痛的教训。1985 年，巴菲特在 New Bedford 拍卖伯克希尔最后一家纺织厂时，巴菲特仅取回纺织厂提报账面价值的部分零头。有些 4 年前以 5 000 美元购买的大型纺织机，抛售时每台仅值 26 美元（引自彼得·林奇《选股战略》，原作 208 页）。

Kmart 于 1997 年 9 月把有 162 家塞满商品的大型连锁店 Builder's Square 卖给几个投资者时，只获得一些股票认购权证、1 000 万美元的现金。由于市场占有率被侵蚀且卖场处于亏损，所以 Builder's Square 的资产几乎是免费奉送。类似这种情况，对接盘者而言整个关掉还比继续开业值钱。先前 Kmart 已在盈余中提列了 5 亿美元的费用，并把 Builder's Square 的资产登记为 0。

以最高执行官的思维来评估账面价值

格雷厄姆评估法在 90 年代并未受到广泛的重视，他的基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设为:要评估公司的真正价值,就应该站在最高执行官的立场,思考是否应该买进该公司。当投资者没有对资产价值进行合理的评估,就不应该买进私人企业:同样地,对上市公司的价值也应该做些评估,如果策略运用得当,账面价值这个工具能使投资者免于追高股价,也可能使投资者免于在极度高估的股票上遭受严重亏损。

换作是今天,格雷厄姆的看法为何呢?在 1998 年中,标准普尔 500 股票的平均股价为账面价值的 6 倍以上,同时也是历史高点。换句话说,投资者以平均 6 美元的价格,买进他们宣称可以拥有的 1 美元净资产。相较之下,20 世纪大部分时间大盘股的股价都很接近其账面价值。事实上,尽管账面价值依然是引导投资者选择股票的最佳法则,也是最容易计算的方法之一,时至今日其相关性已不像格雷厄姆时代那么高。巴菲特很快就认清这个事实,仅依赖账面价值会使投资者错失宝贵的投资机会。

了解分析账面价值,能使投资者避免严重的错误。此外,账面价值在某些产业很不可靠,最显著的例子就是零售业。这类企业必须保持高周转性的大量库存,一般而言,像施乐百(Sears, Roebuck & Co.)公司一天可能会有 50 亿美元的货物堆放在货物架上与仓库中。手上握有这么大量的商品,会膨胀资产负债表上的资产,并让公司的账面价值在表面看来相当高。一旦库存无法消化,隐藏在账面价值背后的可能就是公司严重的现金管理问题。

如果研究的对象是微软这种多现金、无负债、又具备高流动性营运的公司,格雷厄姆对账面价值评估方法的适用性也就很可能降低。例如在微软的资产负债表上,在 1997 年与 1998 年的大部分时间,现金约占资产的三分之二,且其商品的周转率之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，足以用近期的销售来融通每日所需的营运资金。在1998年，微软的股价前所未有地高达账面价值的25倍。很明显，今日的投资者应该更具弹性。像微软这种公司，在估计净值上较合适的方法应该是现金的获利能力与诸如员工教育与专业等无形资产，而非账面价值所估计的有形资产清算价值。这是市场容许微软股价处于极端股价账面价值比的原因。

相反地，对于地产开发这类资产雄厚的公司而言，因为其资产可能会突然暴涨，所以提报的账面价值也可能不如表面的低。地产开发公司会买进许多土地，闲置两三年后才会开始建设。在这段期间，土地的价值可能会上涨。精明的房产商会在不景气时尽可能买进土地，等到房地产景气回升再开发。在房产商把房子出售以前，这些房地产在资产负债表上提列的，都是它们的过去或不景气时的低价。在景气热升时，该公司的账面价值就会被严重低估。如果投资者能在景气强劲时发现房产的股价低于账面价值，最好赶快买进！很有可能其资产价值会远高于提报的价值。

公司重组的狂潮扭曲了账面价值的数据，也降低了账面价值的可靠性。许多老字号的制造商关闭工厂、从子公司撤资、提报重整费用、出售获利不佳的资产，以致力于组织瘦身。这些做法通常可改善公司的外表，然而也可能降低公司资产的价值与账面价值，而使得股价膨胀。股票回购，即公司买回先前发行的股票，会因股东资产净值减少而降低了账面价值。同时，股票回购也会膨胀公司的股东权益报酬率。

尽管如此，即使我们能找到股价低于账面价值的股票，投资者还是应仔细地检验。假设其他所有因素不变，投资价格低于公司清算价值的股票，总比高于“账面”价值的股票更安全。当然，在评价金融产业与老式产业股时，账面价值依然有实用性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为这些公司的主要开支是库存、机械、厂房与负债融资(debt-financing)。如果投资者追溯研究股票的历史价格,这一特点就会变得更明显。对汽车、银行与保险部门而言,股价与账面价值间的关系十分密切,直到20世纪90年代中期为止,这类股价通常都很接近它们的账面价值。当盈利与账面价值上扬时,股价也会随之上涨。

如果投资者曾采用账面价值的方法来选择股票,请继续把它当成很好的测量工具。同时,投资者也应确实认清它的局限,根据现在面临的情况做适当的调整,并且熟记格雷厄姆发现其用途的背景环境。公司的账面价值并不能预测股价能够或应该涨多高,相反地,它是股票下跌的最低限度,并扮演防止股票继续下跌的支撑。总之,在股价接近账面价值时买进股票是极为合理的做法。

根据市盈率选股

评估企业时,投资者的首要目标是了解公司最后盈利的合理倍数。以当前的盈利为基础,投资者应该制订出一些标准,以决定他们愿意为公司赚得的盈利所支付的溢价。如果每股收益为2美元,也就是说该公司每股至少价值2美元。但事实上该公司的价值也可能高于或低于2美元,在这种情况下,我们应该去研究以下几个方面的因素:(1)公司是在成长还是在萎缩;(2)盈利成长性如何;(3)盈利成长或萎缩的速度是增加或减缓;(4)从最近的历史来观察,2美元收益所代表的是平均值、高峰还是谷底。

仅依照盈利倍数选择股票是相当危险的:市场上充斥着互相矛盾的溢价。每股收益2美元的公司,股价可能为20美元,然而另一家却为50美元。每股收益为0.01美元的公司报价只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 3 美元，但同一产业的另一家公司股价却可达 60 美元，通常出现这种差异的原因在于上一段所提的四项要素。若一家公司创造的收益为 2 美元，而且有 20%的成长率，一般相信它的价值应超过一家收益同为 2 美元但成长率仅为 5%的公司。如第七章的说明，成长率越高代表着投资回收的速度越快。因此，分析公司时，最后都应对公司当前或最近的盈利订出一个合理的倍数。此外，决定的倍数是否合理是基于投资者的评价，而非市场的观点。千万不要被其他投资者愿意支付的股票溢价所误导。如果市场评估公司的价值为其盈利的 20 倍，而投资者认为合理的倍数只有 15 倍，投资者应该以自己的意见为准，不要轻率地买进这家公司的股票。

了解市盈率

如果没有先看市场的基准价值指标市盈率，投资者是无法开始评估公司的公平市价。市盈率显示的是投资者为公司每 1 块钱的盈利所支付的溢价。它的计算方法是，目前股价除以公司过去四季的每股收益。例如股价为 80 美元，过去四季公司每股共赚得 4 美元；把 80 除以 4，投资者就可以得到该股的市盈率为 20 倍。

如果投资者买进的股价是盈余的 20 倍，基本上即形同投资者愿意为公司每 1 美元的盈利支付 20 美元。如果股价为市盈率 35 倍，表示这支股票必须创造的盈利是目前的 35 倍，才能让投资者收回投资。从某个层面而言，市盈率是信心的证明，它反映出投资者对公司前景的一致观点。市盈率越高，投资者对公司创造利润的能力越有信心。如果买进的股票市盈率达 50 倍，投资者必定是希望盈利成长的速度够快，让他们能在合理的时间内收回投资。Presstek 在 1996 年初股价在 200 美元见顶，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价居然高达盈利的700倍，可以想见投资者对其获利潜力着迷的程度。然而，这个潜力却始终未能出现。投资者一度曾愿意为每0.1美元的获利付出70美元，不幸的是他们很快就发觉这是一种极其愚蠢的行为，碍于股价被过度高估的压力，Presstek在三周内即下跌了160美元。

第七章曾提过，市盈率在计算投资回收上扮演了重要的角色。若不知道股价与其有形报酬率之间的关系，几乎无法确定何时(应该说，是否)公司能在合理的时间内归还投资者的投资，而且因为市盈率广泛地被追踪与应用，是非常好用的标准，可以用来测量投资者的心态、市场对未来报酬率的观点，以及市场当前评价资产的方法。

第二章曾谈到，长期下来低市盈率的投资组合会比高市盈率的投资组合有较佳的报酬率。这种假设是基于，低市盈率公司的盈利会给华尔街带来异外的惊喜；而高市盈率的公司只有符合投资者的预期或失望这两种可能而已。在20世纪90年代中期，一般投资者喜欢题材新颖与强势的股票，但低市盈率股票的表现实际上却大幅超越其他股票。事实上，许多投资者在1995年至1997年间发现，选购低市盈率的银行股，其获利能力相当强劲。假设盈利不变，若股票的市盈率从6倍涨到了10倍(依然是很低的值)，股价可以增加66%。到1997年5月为止的两年半期间，富国银行的股票市盈率由9倍涨到22倍，股价则一路飙涨至170美元。

注意市盈率的陷阱

在使用市盈率来评估价值之前，投资者要了解有关使用市盈率的特殊陷阱。请记得，决定市盈率有两项要素：价格与盈利。当福特、克莱斯勒或杜邦等大盘股的股价仅达市盈率4倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，价格与盈利必须做些调整。在认清价格被低估后，股价必会被推升；或者，市场已正确预测盈利会下滑，通常情况下后者出现的概率要高一些。在1995年大部分时间，福特的股价多为市盈率6倍，主要是因为分析师与交易员害怕该公司的获利在未来几个月会下跌。如果福特的股价固定不动而盈利下跌50%，市盈率将会倍增为12倍。这也是许多景气指标股，特别是银行、汽车、钢铁，在1994年、1995年与1996年市盈率很低的原因；并不是这些股票超便宜，而是整个经济环境如此，另一方面，投资者也预期经济会疲软，相信这类公司的获利能力会受到重挫。但这就是投资者对未来过度预测的典型例子，而且他们还过度忽视了福特与其他公司吸引人的价值。到了1997年初，投资者发现自已的判断错误，导致福特的股价在6个月内飙升了40%。

有时候低市盈率代表着惊人的价值。在1996年7月时，制造晶片设备的Novellus Systems股价在恐慌卖压下跌到32美元(即市盈率6倍)，因为投资者害怕半导体销售会大幅减缓，致使该股大跌。但分析师相信Novellus Systems的年盈利增长率还能达到25%至30%，该股票在一个下午就落底并向上反弹，此后一年飙涨了100美元。在1997年，电脑光盘最大制造商之一的Western Digital股价跌到27美元(即市盈率6倍)，原因是投资者害怕光盘制造商间可能会爆发价格战。事后看来，是否有价格战在酝酿只是投资者的想象而已，事实上，Western Digital的盈利一直呈三位数的比率增长，该股股价在三个月内就上涨了1倍。

宏观看待市盈率

要确定的是，市盈率绝非呆板的测量标准，它是非常有弹性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，要从宏观的角度来了解它，才对价值型投资者有意义。个股的市盈率应该要与自己的历史平均值、同产业其他股票的市盈率，以及整体市场的指数市盈率做比较。使用市盈率，可以确定何时个股，甚至整个市场，是否被过度高估。例如，1972 年与 1987 年市场崩盘之前，市盈率就刚好见顶。

各产业常有其独特的市盈率区间，使得跨产业的比较变得不切实际。若以市盈率来研判铁路、半导体、食品股，等于忽略了每个产业天生的动能差异。因为业务的本质，所以银行、公用事业、保险公司等历来的股价市盈率都介于 8 倍至 13 倍之间，这些公司大部分的资产都是现金或无形的金融产品，它们的价值可在短期间内大幅波动，其盈利也会比佳乐氏之类的公司更易受经济景气影响，这点又使得它们的成长趋势增加了一层风险。如宝洁、摩里斯、Clorox 等消费产品股票的市盈率通常都介于 15 倍至 25 倍之间，在多头市场，消费产品股票股价可以高达市盈率 30 倍。在空头市场时，其市盈率可能会跌到 10 多倍。高科技或高成长性股票的市盈率通常会在 30 倍以上。

如果公司对盈利计提大额的会计性费用，高市盈率也可能无法准确地反映出公司的表现。例如在 1995 年时，好几家电话公司计提巨额的费用，以加速设备折旧，账面上，有几家公司该年计提后的获利十分微小，使得市盈率膨胀到 100 倍以上。如果投资者不排除那些费用，投资者可能会因为表面上的高估，而忽略掉原本相当不错的股票。另一方面，低市盈率如 4 倍或 5 倍，也可能显示不寻常的因素，比如昙花一现的盈利增加，包括卖掉一个部门而有获利，或因为会计方法变动而扩大了获利。

不论是哪种情况，投资者只要多花点精神去探究，即可分辨出真假市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读价格销售比

财经媒体偶尔也会强调价格销售比，特别是在评价某些小型成长型公司时常常会使用这一指标。理论上，股价与销售应有直接的关联，如果公司的股价未能与销售同步成长，该股票很可能是被低估了。有些基本分析师如查尔斯·欧文(Charles Allmon)就认为销售是股价的主要推动要素。与许多价值型投资者一样，欧文对公司的盈利始终持怀疑态度，并把焦点放在报表第一行的营业收入上。

> **我认为在寻找股票的市场价值时，公司销售(营业收入)比利润更重要。常识告诉我们，长期而言公司利润增长的速度不会比销售快。毛利率的扩张是有其限制的。98%的投资者十分重视利润，而对公司的营业收入流量却连看都不看一眼。**
>
> ——引自欧文所著《*Growth Stock Outlook*》，原作第1页。

私营企业在出售时，通常以年营业收入的倍数来制定价格。正常情况下，企业是以年销售的1倍至2倍出售，例如营业收入200万美元的区域性报纸，售价可能就是200万美元，或依照该产业的通例，以发行量的倍数制定售价。例如该报有1万名订户，它的售价可能是每个订户200美元。不论哪个例子，售价的计算方式都是根据营业收入(或预期的)流量而定。价格销售比是一种可以快速估计价值的方法，其计算方法相当简单：

$$价格销售比 = \frac{股价 \times 流通股数}{年营业收入}$$

我们假设施百乐的股价为50美元，流通股票有4亿股，营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业收入总额有 500 亿美元。那么价格销售比就是：

$$价格销售比 = \frac{50\text{ 美元} \times 4\text{ 亿股}}{500\text{ 亿美元}} = 0.4$$

这个比率显示施百乐股票的市场价值是它年销售额的 40%，许多选股者都认为这个比率很好。公司的股票价值若低于年销售额，它的表现常常能超越市场，有时候幅度还相当大(见第二章的讨论)。但是投资者依然能在这个规则上发现许多例外，所以在解读价格销售比时必须十分小心。零售商的股价相对于其营业收入常有很大的折扣，诸如运输公司、石油公司、钢铁公司、汽车制造企业与商品制造商也一样。这些公司的共通点是什么？它们都有商品生产线(commodity product lines)、高生产成本、激烈的竞争与低毛利率。

价格销售比与利润率的关联性

若要成功地解读价格销售比，投资者必须以利润率为背景评估。研究发现股票的价格销售比与公司利润率间有着密切的关联性。大体而言，利润率越低，价格销售比也越低。若公司的获利能力很高，股价的价格销售比也会偏高。直觉上，这也很合理，较高的利润率能带来较高的盈利与更快的投资回收。若公司的利润率极低，它为股东创造适当利润所需的时间会更长。

营业额达 160 亿美元的食品运输商 Fleming 公司是很好的范例，这家公司极低的价格销售比掩饰了低迷的获利能力。

请注意利润率与价格销售比。在 1996 年，Fleming 股价的价格销售比约为 0.04，或年销售的 1/27。但是市盈率明显指出，该股绝不是被低估了。为什么呢？原因是 Fleming 的利润率低得不寻常，只有不到 1%。实际上在任何产业中，超市与食

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品运输商赖以维生的利润率是最低的，它们获利的来源在于数量。Fleming 一年必须创造 160 亿美元以上的营业收入，才能为股东赚到 4 000 万到 5 000 万美元的利润。

Fleming 公司的毛利率与评价

（单位：百万美元）

资产项目	1996	1995	1994
营业收入	16 487	17 502	15 724
销售成本	16 432	17 416	15 611
净收入	26	42	56
每股收益(美元)	0.71	1.12	1.51
毛利率(%)	0.2	0.2	0.4
每股营业收入(美元)	436	466	422
平均股价(美元)	16.19	24.50	26.31
价格销售比	0.04	0.05	0.06
平均市盈率	22.8	21.9	17.4

看到上面的数据后，再问自己这个问题：如果投资者买进 Fleming，并以年获利支付给自己，他们愿意出价多少？他们会愿意以买进私人企业的典型倍数支付 165 亿美元吗(1 倍的年销售额)？如果投资人愿意，就等于是把钱丢到水里。若以这么低的利润率计算，就算花 100 年以上的时间，Fleming 每年的盈利都还不足以让投资者回收 165 亿美元的投资。为什么投资者要花费 165 亿美元追逐 2 600 万美元的年报酬呢？若以更简单的方式表达：投资者每投资这家公司 10 万美元，Fleming 放回投资者口袋的只有 158 美元。

不用再看进一步的数据，我们就可以自信地说，在 1996 年，Fleming 的股价 16 美元是比较公平的，而不是它销售的 1 倍价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格或每股 436 美元。16 美元的股价是 Fleming 1996 年每股收益的 22 倍，也是平均收益的 14 倍，这两者都是比较合理的评价。

那么我们可以确定，基本上价格销售比是利润率的间接表现。若买进的股票股价低于其年销售，一定要仔细挑选平均利润率最高的公司，因为这些公司才能让投资者的投资更快回收。如果可供选择的公司有 2 家以上且具有相同的价格销售比，利润率较高的公司价值低估的程度会比较大。只要利润率不对称地较高，偶尔买进价格销售比较高的公司反而会是比较聪明的选择，下面列表中是三家资本规模相同的公司，依照利润率进行比较。请注意，价格销售比最高的股票有最令人瞩目的市盈率，这是因为它的利润率较高。

公司名称	营业收入（美元）	股数	价格（美元）	价格销售比	利润率（%）	每股收益（美元）	市盈率
A 公司	1 000	100	5	0.5	3	0.30	16.7
B 公司	1 000	100	5	0.5	5	0.50	10.0
C 公司	1 000	100	8	0.8	10	1.00	8.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

评估公司的无形价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"就投资普通股而言,很少有人富到足以负担起因冲动而买进的后果。"

——引自费雪所著的《同样的股票不同的获利》,原作第 103 页。

能拿出完美销售记录的公司不多,能够长时期稳定地增加利润的公司更少。而要做到年年都能聘到同一批的高级经理人,以持续稳定的速度扩大全球市场的占有率,保持同样的资本结构与资产负债表上的比率,并且每年都维持同样有效控制的产品系列,这样的公司更是凤毛麟角。对这种公司的分析可以简单扼要,只要检视它们最近在做什么,以及持续的销售目标、利润、现金流与股利即可。如果市场对公司定价错误且投资者认为它物超所值,投资者就应该买进该股。有几家消费类公司的表现相当符合我所描述的完美公司,如制药与营养品公司 Abbott Laboratories 与可口可乐、吉列,还有箭牌口香糖公司(William Wrigley)与药品连锁店沃格林公司。尽管如此,还是有上千家的上市公司一惯地业绩表现不稳定,所以投资人不能仅依赖财务报表所反映出的具体数据;还应该看看该公司是否具备某些值得信赖的无形资产。本章所探讨的无形资产主要有 5 项。

第一种无形资产:理性管理

有句谚语"买进连白痴都能经营的公司,因为早晚有一天,真的会有一个白痴出现",可谓投资的至理名言。如同其他行业,商场上优秀的经理人少之又少,我们都愿意相信首席执行官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们都是脱颖而出的精英，他们是公司聘用成千上万的人当中最有知识、创造力、勤勉与思考敏锐的人。然而实际上却不然，高管层们的心智能力在很大程度上是整个社会的浓缩和反映，他们当中有领袖、暴君、怪才、奇才、自大狂、也有白痴。另一方面，绝大多数的管理者能力平庸，依靠运气而升迁；或许他们只是受到大公司的雇用，并在一群优秀部下的衬托下才平步青云，这些经理人根本不应宣称拥有个人才华；有些首席执行官与政治人物相仿，他们只是竞选机制的幸存者，在长达数十年高度政治性与升迁导向的竞争中，他们展现出了超乎常人的耐力。

幸运的是，好产品并不需要好的管理人去推销。投资者可以任意在100位顶尖级的首席执行官中选择一人，来经营过去十几年来的宝洁公司，该公司一样可以赚大钱，其产品系列一样可以保持多样化。同样地，迪士尼若交给粗通娱乐业的100位经理中任一人经营仍能赚大钱。有些人的表现可能会比现任总裁艾斯纳(Michael Eisner)还杰出，有些人可能会较差。让艾斯纳独享迪士尼成功的喜悦，等于是崇尚表面价值。客观地说，二十世纪90年代迪士尼利润激增的功劳多半应归功于经济强劲、高消费支出与其他许多因素。在此并没有贬损艾斯纳的意思，只是当事情发生时他碰巧在职，迪士尼编剧与制片的品质以及新主题乐园的吸引力，都是次要因素，若当时的经济陷入不景气，迪士尼的亏损恐怕会是个无底洞。

花旗银行也是同样的状况。这家一度濒临破产的金融集团能绝处逢生，大多数人都习惯归功于首席执行官约翰·瑞德(John Reed)的努力。然而实际上，强劲的经济复苏与联邦储备委员会的利率紧缩政策帮了这家银行的大忙，这家大型银行才能于二十世纪90年代再度舒筋活血，并使资产负债表恢复活力。同样的论点也适用于其他领域，特别是体育界。迪卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Mike Ditka)真的是位伟大的足球教练吗？或者他只是在1985年幸运地拥有了职业足球史上超级球员组合呢？若能拥有乔丹(Michael Jordan，前美国职业篮球芝加哥公牛队后卫球员)、皮蓬(Scottie Pippen，波特兰拓荒者球队前锋球员)与罗德曼(Dennis Rodman)等球员，是否杰克森(Phil Jackson 前芝加哥公牛队教练)以外的篮球教练也能连续拿下全美篮球协会(NBA)冠军呢？很明显，答案是肯定的。

想要将管理阶层的真正贡献独立出来几乎是不可能的，除非投资者有机会亲眼目睹他们是如何执行经营发展策略的。不可否认的是，许多首席执行官攀上顶峰的原因是基于公司里资深的经历、干劲、办公室的政绩或他们自我包装的手腕；而非我们希望的基于深邃的财务眼光或策略规划的超强技能。事实上，很多首席执行官在担任此最高职位时都没有财务经历，他们早期或任职营销部门，或仅担任公司的支薪顾问，或是工程技术团队的主管，或曾管理几家子公司。他们大部分都没有管理财务与资本配置的决策经验，而这些决策都会影响到公司及投资人的利益。因此，身为公司所有人，最好不要希望高层经理人能带来奇迹，以免大失所望。投资者只能寄望他们能够(1)维持公司的持续增长之路；(2)稳定地增加公司的价值；(3)理性地制定公司的财务政策。

所谓的“理性”是指什么呢？许多经理人的行为偶尔也会与股东的最佳期望相抵触，毕竟他们也是凡人，难免会受情绪左右。与许多投资者一样，首席执行官们也常受同僚的影响，或者把公司资金浪费在外表光鲜但财务上却无意义的计划上。如果长期下来已经产生多次相同的问题，投资者不要等到发现市场不对劲时再行动，应该考虑换一家公司投资。哪些例子代表理性行为，告诉我们这家公司值得买进呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清醒、明智的收购政策。通常股票市场对收购的反应是推升收购公司的股价，因为市场认同管理阶层所大力宣传这笔交易可以改善公司的经营状况等等，结果他们往往买下让他们后悔不迭的公司。许多失败的例子源自于管理阶层把收购的溢价订得太高，或是增发太多股票因而稀释了股东权益。美国电话电报公司于 1991 年收购美国现金出纳机公司(National Cash Register，NCR)，可谓是有史以来最浪费股东资金的行动。西屋电器公司(Westinghouse)对哥伦比亚广播公司先接收再撤资的行动也算得上是另一次金融资产大浪费。两年间，哥伦比亚广播公司从独立的上市公司变成西屋电器公司的下属部门，再变成可以公开买卖的广播公司。这些连续转变所衍生的费用与大幅激增的债务减损了哥伦比亚广播公司的价值。事后来看，整个事件不过是西屋公司高级管理阶层想要控制电视网的虚张声势做法罢了。这种旅鼠式的行为(译者注：传说中旅鼠以盲目的集体自杀行为而闻名)在医疗领域也很明显，许多医疗科技与医院、联合诊所也因为过度热衷购并游戏而导致财务困难。管理阶层对于所剩无几的资产，却仍被迫支付越来越高的溢价，所以每一次的购并所带来的是盈利增长越来越少。

在 20 世纪 90 年代中期，银行、证券公司与保险公司购并风起云涌。这些企业支付了资产账面价值 5 倍以上的价格。更糟糕的是，这些购并的资金大部分来源于股票发行，从而稀释了当前股东的收益，他们甚至还以为可以在目标公司削减足够的成本，以促进新合成银行的成长率。不幸的是，这类让管理阶层希望落空的垃圾交易相当多。然而也有不少成功的案例，这是因为管理阶层(1)以合理价格取得标的；(2)买下的公司对拓展产品系列很重要；(3)直接买下竞争对手，从而降低了应对竞争所产生的成本；(4)以明智的方法为该笔交易融资。较理想的做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是以现金买下购并标的，因为没有债务负担且股东利益也不会被稀释。如果公司常常依靠增发股票来筹措购并的资金，基本上形同把公司的一部分奉送给另外一群股东，相对减少了该公司员工的股份与他们未来可分配的收益，同时该公司也给自己压上了沉重的负担，必须寻找能有效降低成本的方法以抵消该笔更大的募集资金(float)。唯有收购公司的股价被高估，同时目标公司亦有较佳的财务状况，增资扩股才合理。

成功的公司会坚守自己的核心竞争力，很少借收购来膨胀自己。可口可乐自创办以来一直是饮料公司，曾有一小段时期，它涉足娱乐业(曾一度拥有哥伦比亚电影公司)，但可口可乐的总体发展战略是生产饮料。美国有些最成功的银行是小型、区域性的公司，他们服务的是人口结构健全的市场，年复一年在资产上创造极高的报酬率。投资者拥有这种年股东权益报酬率可达 15%的珍贵公司，要比拥有被过去的购并拖累、报酬率勉强有 9%的大型跨国银行要好得多了。重点在于，如果投资者信服价值投资法，在寻找为自己投资的经理人，也应该抱有相同的投资理念。

管理阶层要熟悉公司并且要有利益相关性。如果高阶经理人长期拥有股权，很可能对该产业有深刻的认识，而且会比外来的经理人更能有效地经营公司。好几百家公司是由创办人或共同创办人所领导，其中还包含了知名大企业如英特尔、微软、思科系统、甲骨文等。公司的创办人如果同时是公司的管理者，对股东而言是很有利的；因为他们了解产品、产业动态、员工与整个市场环境。投资者应该避免的是那种首席执行官人数很多的公司，特别是那种从其他产业跳槽来的。在一个领域的成就很少能够成功地转移到其他产业，除非是有着“电锯”恶名的豪·登路普(“Chainsaw” Al Dunlap, Sunbeam Corp. 的前任董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，因大量裁员而赢得“电锯”的称号)，奉命裁员与关厂，否则一个人的知识与技能很可能无法在一个产业以外施展得开。今日若仔细检验那些性喜收购的医疗公司，投资者就会发现它们的领导人是律师、先前的产业顾问与会计师。这些人往往都不是投资者希望的那种安分守己的人。

从某种程度上，经理人自身的财务投入与公司的相关度也很重要，尤其是对小型公司而言，合理的预期是，公司的高层经理人应该拥有相当数量的公司股票，至少是5%至10%。在每年年会前寄发给股东的重要文件委托投票书(proxy statement)中，他们必须提出持股比例。委托投票书所透露的讯息包括：持股比例最大的股东，公司中持股比例最高的很可能是共同基金；高层经理人员与董事成员的履历，他们的期权和优先股结构套等。在大型公司如美国电话电报公司、花旗银行、默克、通用电气、惠普电脑，员工所拥有的股票都低于1%，这并不表示管理有问题，而是这些企业已存在上百年了，原创办人早已过世多时，长期下来，流通股票的数目可能已增加上百倍，也更换了十多位首席执行官。

管理层以公平的价格回购股票。最令投资者苦恼的莫过于经理人员以高价回购股票，浪费投资者的现金，这个问题在1997年与1998年开始大量涌现，当时由于投资者对未来盈利过度乐观，使得工业股票股价持续攀升。管理层发现要符合这么高的利润预期越来越困难，于是开始依赖股票回购来推升最后盈利。微软以40倍至50倍的市盈率回购股票，宝洁购回股票的市盈率是30倍。以宝洁为例，高级经理人在批准了他们所控制的公司购回股票的同时，纷纷在市场中抛售个人手中的股票。这种行为不但违背常理，其引发的严重利益冲突更使得投资者忿忿不平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按传统财务观念来讲，回购股票是明智之举。如果公司所赚的税后利润比公司营运与成长所需还要多，公司应该把部分的利润发放给股东。以往公司的做法是提升股利，直接以现金发放的形式给股东。近年来公司多半选择在公开市场购回股票，这种做法的效果可以降低流通股票数目、提高每股收益、降低股东资产净值并提高公司的股东权益报酬率。股票回购最有效的做法是在市场价格偏低时买回股票，这不但可展示管理阶层对公司的信心，同时也使公司有机会获得价值低估的资产。如果管理层以 30 美元买回股票，而公司的内在价值为 50 美元，它等于是以 60 美分买进 1 美元。如果公司无法找到更具吸引力的其他投资机会，管理阶层应该在能负担的范围内尽可能多买回股票，以增进股东利益。

当股票回购像购并、期权套餐或员工持股计划一样，变成稀释股东权益的借口，问题就出现了。到 20 世纪 90 年代中期，有十几家公司纷纷采用了这类的财务花招。他们宣布重大的股票回购计划，目的是要即刻造成股价上扬，然后再悄悄地抛售回购的股票，为购并案筹措资金或履行员工持股计划。最后的结果只是增加了知名度，对当时股东的每股收益几乎没有任何的帮助。

如果股票回购运用得当，的确能提高公司价值并推升股价。事实上，如果公司宣布股票回购，投资者的最佳策略是坚决持股，而不是抛售，以逸待劳等着获得更大的持股比例。购回的股票会自动推升投资者的持股在未来盈利中所占的比例。如果公司购回了四分之一(25%)的股票，它可以让每股收益增加三分之一(33%)。如果公司购回十分之一(10%)的股票，每股收益增加九分之一(11.1%)，依此类推。

在没有其他明智的投资项目时，富余的现金往往被用于增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加股利。当手中握有富余的现金时，管理阶层一定要使出浑身解数善用该笔资金以实现股东报酬率的最大化。在本书的第九章、十章曾指出，管理阶层面对这种情况有三种选择：(1)保留所有利润并再投资于公司；(2)保留部分利润，并把其余部分以股利的形式发放给股东；(3)把所有利润以股利发放给股东。只要管理阶层所创造的股东资产报酬率能领先市场平均报酬率，就应该试着保留所有多余的现金，并放弃发放股利的念头。Callaway 是我喜欢引用的例子，其股利在盈利中所占的比例非常小，而公司每年所创造的股东权益报酬率可达 30%至 40%。如果 Callaway 把更多的盈利发放给股东的话，投资者则不得不去费神为他们的钱再找另一个有同样高报酬率的好去处。然而，很少有公司能拥有和 Callaway 一样高的股东权益报酬率，所以对投资者而言，合乎逻辑的做法是再把股利投资于 Callaway 的股票。若考虑诸多如转手过程的佣金与税赋等因素，Callaway 应该在开始时，就保留所有盈利。

然而，根据公司的生命周期理论，收益率在某一时刻下滑在所难免，继续套用过去的比例来保留每年的利润显然不是个聪明的做法。相反地，较好的做法是让投资者自行决定他们的钱该投向哪里，这时，增加股利将是一个慎重的决策。

第二种无形资产：明智地运用裁员与重组费用

美国电话电报公司、洛克希德·马丁公司(Lockhead Martin)、化学银行(Chemical Banking)、柯达(Eastman Kodak)、宝洁、通用汽车与波音公司(Boeing)等诸多大型企业集团的实例都证实了这样一点——裁员对股东有利。但裁员是把双刃剑，而且也不能保证立即见效。身为股东，投资者不应坐视公司雇用 5 000 名冗员，一年增加 2 亿美元以上的人事费用。然而，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者也不希望公司仅把裁员当成权宜之计，牺牲来年的成长潜力以推升目前的股价。最终的投票权在于公司经过重组的冲击后，是否能提升未来的表现。

在分析判断裁员消息时，投资者首先要关注消息发布的时机，尤其是与股价波动的相关性，证券市场上要推升股价，最简单的一种方法就是宣布裁员，因为几乎很少有分析师会质疑这个举措。相反地，他们会假设裁员有助于增加未来盈利。鉴于这一点，有些公司便在股价走入主升浪开始回跌，或者当股价持续数月低迷后宣布裁员。在 1995 年底，金百利(Kimberly-Clark)宣称将裁掉 6 000 份工作以缓解接管斯考特纸业公司的困境。表面上，裁员似乎很合情合理，两家公司生产相同的纸制品，并不需要重复的厂房与销售人力。但这次裁员也达到了推升股价的效果，这似乎也正合了金百利管理层成员们的心意。当然，华尔街普遍是认为，该公司为了收购斯考特纸业公司支付了高昂的价格，因而逼迫金百利必须削减成本。美国电话电报公司在 1996 年亦宣布裁员 4 万人，它这样做的唯一目的，是要"装点门面"以增加对投资者的吸引力。

当公司抛出大裁员计划时：5 000 人、1 万人、1 万 5 000 人，通常意味着该公司并未充分评估其职务设立的有效性，而只是为了重塑其市场形象，投资者绝不能轻信。该公司很可能是先设定财务目标，例如降低 5 000 万美元的成本，然后再决定要辞退多少员工才能达成目标。这之后，公司才开始静下心，重新评估到底哪些员工是不适任的。相比之下，更诚实的做法是 1995 年威明百货进行的裁员，它裁掉了十几名工人，因为新库存体系上线运作后，他们的工作已被淘汰了。这次的裁员显示，威明百货很仔细地检视其资源的生产力。

的确，有些裁员是合理的。例如，当美国电话电报公司与贝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔子公司(Baby Bells)开始实现运营自动化时，在1984年至1995年间20万个工作机会出现富余，需被裁减，使得产量、服务、营业收入与现金流量都有显著地改善。当银行合并时，也不再需要两个信托部、两个会计部与财务部、两个支票交换中心。银行合并也可能导致几十家互相竞争的地区分行关闭。

评估裁员时应该考虑的另一个要素是时间。如果一次性完成裁员，任何一家公司都无法再维持正常营运，通常裁员会历经数年分批进行。公司若试图通过裁员每年节省1亿美元，在它打发所有员工前，根本无法达到降低成本的目的。同样地，投资者也不要期望裁员会对收益立即发生效应。事实上，很有可能，投资者看不到任何长期性的改善。美国管理协会(American Management Association, AMA)于1995年的研究发现，在1989年至1994年间裁员的大公司中，最后只有半数增加了营业利润。29%的公司没有增加丝毫的收益，而且20%的公司实际上出现了下滑。根据Mitchell & Co.公司1992年对有裁员记录的大型产业所作的研究显示，在裁员消息发布后三年股价平均下跌26%。

投资者绝对不能简单地认为大裁员一定对公司有利，通常情况是恰恰相反。不论是经营绩效高的公司如宝洁，或是营运不善的公司如Unisys，裁员都代表着管理阶层无法维持公司当前的盈利水准，这是简单而清楚的事实。快速确认这点的方法是，检视公司的销售成长率，凡是削减工作的公司，如宝洁、柯达、杜邦、McDonnell Douglas、通用汽车与各大银行等，都是销售成长严重钝化的公司。有些公司试图以裁员来伪造较高的盈利。美国管理协会的研究发现，其中半数的公司是因为业绩不佳而裁员，只有五分之一的公司因为生产线自动化而裁员。这个教训足以证明："裁员绝非公司兴旺繁荣之路"。最后，要实现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司业绩上升的目标，还是要靠传统的方式：开发新市场、新产品，以吸引新客户来购买。

同样地，投资者应该时时提高警觉的是，公司时常计提重组费用以粉饰业绩表现，然而，所有上市公司中有三分之一在会计年度都会或多或少计提几种费用。这些费用的数目与种类相当庞大，并非所有计提的费用都企图欺瞒公司的实际经营业绩，有些真的有正当的财务目的。根据传统会计准则，有些项目公司应以快速计提法早日从账目上冲销。如果公司决定裁减 5 000 名员工，唯一合理也值得建议的做法是，把所有裁员可能的相关成本在一个会计期间计提完毕，即使裁员的时间可能长达好几年亦复如此。这个法则的适用范围包括，公司决定裁员、强化区域性办公设施、降低资产价值、承担销售损失、或支付法院判决等。

公司常常以财务费用的方式实现业务的高效与未来的发展目标，公司也很少长年维持同样的业务。有时公司的经营表现会不如预期，面对这种困境时，管理阶层有责任为投资者结束表现不佳的投资，因为最后这些投资可能会给公司的财务状况带来更为惨痛的负面影响。在这个时代，对于经理人而言，来自投资人的压力是空前的，最著名的例子是共同基金，他们必须以最高效率经营企业，因此，公司抛弃累赘的资产与提报费用也更快，否则只有面对坐视公司赔钱的指控。

但是，由于费用会造成净值异动，投资者不能忽视它的长期影响。那种在公司价值评估中忽略费用风险的情况会造成公司的评估价值高于真实的内在价值。这也一直是 20 世纪 90 年代的一个主要问题，分析师与投资者常常教条地恪守定律，不但对这些公司掉以轻心，错失良机，甚至还错误地垂青于那些常常以欺瞒手段削减成本的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设通用汽车计划未来5年关闭3家亏损的工厂，以实现节省20亿美元的目标，根据现行会计准则，通用汽车可以在第一年的利润中提报20亿美元的费用，以冲抵该笔未来成本。该年公司的盈利虽会大幅滑落，但未来几年盈利将可逐渐增加，因为那3家工厂的损失已不再计入。之所以选取通用汽车为例，是因为该公司正是通晓计提费用的典型公司：它是古老、高成本、销售成长缓慢的产业股。但是这些公司会利用会计法规，而且有时候还用费用创造出根本不存在的利润成长。例如，30支道·琼斯工业指数中的成分股在1991年至1996年中期间所计提的费用共达490亿美元，这些冲销的费用推动了这30支股票的上涨。若把这些费用加起来，这几家道·琼斯工业股所赚的钱比它们计提的费用还低25%。

大多数计提费用的会计手段，其目的在于补救或粉饰因成本上升或销售减缓而影响公司业绩的问题。如果公司资产的账面价值缩水了，相当于公司高管们承认自己做了差劲的投资。若他们关闭工厂，即是透露销售减缓或生产没有效率。如果公司提报的费用多到会让投资者搞不清楚公司的运作状况，投资者最好趁早避开这种股票。

当费用出现时，不要单纯从损益表来分析公司的盈利能力，还应该直接分析年报中的现金流量表，它通够更加清晰地为你描述该公司过去一年的财务状况。现金流量报表能够清楚明白地列示出公司一年间实际的收入与支出。如果公司是因为计提费用而在报告中有获利，但现金却在流失，投资者应该提出质疑。当然，有时，公司会提报非现金费用，这种费用仅在账面上出现，不会影响现金流量。这种非现金费用如各公司在1992年开始提报的巨额退休福利金，造成许多大型工业股该年收益下滑，有些甚至还出现亏损，但实际上这种账面亏损是虚构的，是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了满足会计法规而提报的。

因此投资者必须在评估会计法规许可的费用计提方面多做研究。在 1996 年，当时计提费用的会计法规是很严格的，但依然还是给公司相当大的空间可以重新调整账务。这种情况下，投资者就不应该接受这种虚有其表的管理创意。在 1995 年，英特尔公司为召回有瑕疵的奔腾芯片，计提了 4 亿 7 500 万美元的费用。这笔费用很可疑，在做盈利比较时，应该要加回这笔费用。这是一笔源于执行不力的运营成本。许多公司经常会犯这种错误，只不过大多数不会试图冲销它。在 1994 年时，Borden 公司试图计提 6 亿 4 200 万美元的重组费用，涵盖的范围包罗万象，从减低资产账面价值到新 Elsie the Cow 广告宣传的营销成本。分析师对 Borden 公司的企图表示怀疑，美国证券管理委员会(The Securities and Exchange Commission)也表示怀疑，最后迫使 Borden 撤销了 2 亿 5 000 万美元以上的费用。

曾做过一个极端的测试，合计公司预提的各项费用，再把它们通通加回去，看看公司真正的表现如何，其结果想必让你相当意外。在 1984 年至 1996 年年中这段期间，美国电话电报公司所有的费用共计 142 亿美元，超过公司年报所列示的收益总和。这意味着，十二年期间，该公司没有为投资者赚进一毛钱。但借着把费用排除于报告之外，美国电话电报公司与分析师可以宣称该公司的收益几乎每年都在增加。为了评估一笔费用的长期影响，对公司未来盈利就要作好心态调整。如果波音公司对未来裁员提报了 4 亿美元的费用，这些巨额的费用很可能会在未来几年间出现，但波音公司只要在一年提报所有费用，就可提升未来的表现。有些投资者可能也不会希望忽略第一年的费用，并在未来四年每年降低 1 亿美元的税前所得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三种无形资产:能带来附加值的管理者

一度,商业界曾热衷价值增值论。如果产品经过雇员手中却没有增加价值,该雇员就会被视为没有效率,如果一个部门没有为总公司增加利润,它就可能会被卖掉。在这种氛围下,证券界创造出用来评估公司经理人员增加股票价值的方法仅是个时间问题。

否则,投资者就没有什么招数可以判断经理人是否具有非凡的表现。例如,我们就无法断定通用电气首席执行官韦尔奇(Jack Welch)是否真的是一位经营天才,还是因为各种因素的配合:如繁荣的经济、弱势美元、强势产品、或优秀的副总裁团队,才协助韦尔奇成就事业。然而,我们还是可以通过经理人为投资者实现的报酬率来客观地衡量他们,其方法有两种:“经济价值增值法”(Economic Value Added, EVA)或是更简单的“保留盈余法”(retained earnings method)。

(1)“经济价值增值法”。投资者总会要求经理人增加公司价值。传统上,他们运用“会计价值增值法”(accounting value added)来衡量经理人表现,但新的“经济价值增值法”正获得密切的注意,这个方法可用公司盈利或股东资产净值的成长来衡量经理人是否真的有利于投资者。经济价值增值法是由 Stern Stewart & Co. 顾问公司所开发,其衡量经理人表现的方法是,要经理人对公司资产与现金的应用负责。基本上,如果经理人所获得的资本报酬率超过或高于该资金成本,他们即为投资者增加了公司的价值。理论上,这应该会增加股东资产净值与股价。Stern Stewart 的琼斯(Thomas P. Jones)写道:报酬率越高,经理人所创造的价值越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司经理人的工作之一即是募集资金，而投资者愿意提供该笔资金的唯一原因是，相信经理人能把它变成投资人的获利。股东拥有公司并让资本源源不断地流入公司，而经理人必须为投资人提供合理的报酬率。

——引自琼斯所著《*The Economic Value Added Approach to Corporate Investment*》，Association for Investment Management and Research Proceedings，1995 年，原作第 12 页至 19 页。

几十年来，决定合理股价的基本方法一直在于，确定一个过去与未来公司预期收益的倍数。然而问题是公司可以使用不同的方法来调节、操纵盈利，时至今日，此类手段更是青出于蓝而胜于蓝。例如，公司可以改变库存统计方法、营业收入的认定方法或折旧的算法，以操纵资产、出售部门、购并竞争者或提报重组费用。根据分析师的经验，盯住公司的现金流量是规避这些“陷阱”风险的好办法，即了解用来创造未来盈利的现金来源与应用。价值增值法比现金流量法更进一步。价值增值法对现金流量指定机会成本，所以它能显示经理人用投资者资金所创造的真正与后续成本(after-costs)的报酬率。

价值增值法的计算相当直接，它是资本报酬率(税后的营业利润除以股东资产净值)减去该资本的“机会成本”或折现率(见第八章)。如果一家公司的营业利润是资产净值的 25%，折现率为 10%，管理阶层即以 15%的领先战胜此障碍率，并为公司的权益账户(equity account)带来增长。

机会成本是投资者预期公司在股票与债券上所能获得的综合报酬率。若公司没有债务，而市场预期股票每年会上涨 9%，计算价值增值法所用的折现率即为 9%。以上例而言，如果营业利润为资产净值的 25%，折现率为 9%，管理阶层对资产净值的贡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献即为16%。下表显示，以一家销售额为2 000美元、资产净值为1 000美元的公司为例，经济附加价值法的分析情形如下：

销售额	\$2 000
营业利润(折旧前)	\$400
税赋	0.375
税后营业利润	\$250(\$400 minus 37.5%)
平均资产净值	\$1 000
资产净值报酬率	25.0%(\$250 divided by \$1 000)
折现率	9.0%
增值率	16.0%(25%至9%)
增加价值	\$160(16% of \$1 000 equity)

因此，一年间管理阶层为投资者增加160美元的公司价值。数字本身并不像该数字每年的变化来的有意义。如果来年经理人为公司增加200美元的价值，他们就是真的为投资者增加了净值。如果经理人能为公司增加价值，那么，在股市中公司的股价就会升高。价值增值法的支持者认为，公司的股价就是股东资产净值与投资者对经理人增加价值能力所付溢价的总和。例如在1996年初，沃尔玛百货股票的总市值为574亿美元，而其股东资产净值为127亿美元。拥护者即可主张，投资人对沃尔玛百货的潜力所付出的溢价为447亿美元。溢价越高代表投资者对经理人提升股价的预期也越高。

(2) 保留盈余法。评估管理过程较简单的方法，是以保留盈余作为检验公司成长的背景。保留收益是指每年发放股利后，留给公司管理层掌控的剩余利润。本书第十章指出，理论上股价上涨应与保留盈余直接相关。股价上涨的幅度至少是该年保留盈余增加的幅度。如果杜邦每股获利4美元、支付2.5美元的股利、保留收益1.5美元，我们可以预期杜邦的股票至少会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨 1.5 美元。保留下来的 1.5 美元变成了资产，且应该提升股东资产净值或账面价值至少 1.5 美元。如果该年杜邦无法提升其净资产价值至少每股 1.5 美元，那它就是对这笔保留资金应用非常差劲，应该要提高股利才对。

若是考察长达 15 年以上的时间，投资者至少可以预期保留盈余的成长与股价的成长之间会出现一定的相关性。如果市价的波动与保留盈余账户同步，我们可以总结，在公司成长阶段市场的定价是公平的。但这种 1∶1 的成长比率是不够的，如果公司市价上扬的速度与保留盈余同步，投资者会认为管理阶层没有为公司增加任何价值。投资者对公司未来的展望十分没有信心，所以他们对公司收益所付出的溢价才会越来越低。假设公司保留了所有的收益，而且每年保留盈余与市价皆以相同的价值成长，我们以每股收益 1 美元、股价 12 美元的公司为例，每年这家公司股价上涨的幅度完全与保留盈余的增加相同，假设一开始时市盈率为 12 倍，我们可以看到市场如何逐步降低该公司业绩的认定价值。

(单位:美元)

年度	每股收益(元)	保留的每股盈余(元)	股价(元)	市盈率(倍)
1997	1.00	1.00	12.00	12.0
1998	1.15	2.15	13.15	11.4
1999	1.32	3.47	14.47	11.0
2000	1.52	4.99	15.99	10.5
2001	1.75	6.74	17.74	10.1

到了第 5 年，市场仅愿意付出市盈率 10 倍的股价，而这家公司的业绩增长率高达 15%。我们的结论是，管理阶层或许无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法使股价完全反映其价值;或者市场低估了该公司的价值。投资者应该试着确定哪一个情况才是真的,除非市场对该股真的定价错误,否则最好还是避开市价增长速度低于保留盈余增长率的公司。

第四项无形资产:品牌价值

箭牌口香糖拥有一项竞争者难望其项背的品牌资产。哈雷摩托、Tootsie Roll Industries、可口可乐、耐克、迪士尼以及其他许多美国大厂也一样拥有品牌价值。外国公司中,雀巢(Nestlé)与奔驰(Mercedes-Benz)也几乎拥有同样的品牌魔力。施乐百钢琴制造商 Kimball、Baldwin、凯迪拉克、Rawlings、Topps 交换卡(trading cards)也都拥有这种无形价值,但是人口分布、销售管道与竞争力量摧毁了它们的市场。商业区(strip centers)的扩张与人口外移至郊区等,都使得上百家的零售商得以开张营业,并抢走了施乐百的生意。在 1980 年左右,出现了上百家的贸易卡竞争对手,一夜之间 Topps 的品牌形象即遭侵蚀。今天,Topps 还必须与十几家以上的卡片公司争夺货架空间。

然而迪士尼、哈雷摩托与其他公司依然不受影响而继续营运。当然,它们在自己的市场内亦有激烈的竞争,但它们的品牌形象依旧。90%以上的哈雷摩托所有人宣称,他们还会向哈雷再买另一辆摩托,而不会光顾雅马哈、本田或铃木。迪士尼所建立的是举世最著名的品牌之一,从主题乐园多元化到全方位的娱乐公司,触角伸入了电视、电影片厂、制作、零售、邮轮、音乐、新闻、有线电视、旅馆与休闲度假村,它的策略就是让迪士尼的名字尽可能出现在各种阶层人们的身边,以期进一步提升品牌形象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些公司都拥有"特许权价值"(franchise value),这项无形资产使得公司的价值远超过财务报表所显示的。虽然许多商业评估专家与会计公司几经尝试,特许权价值还是很难量化,但它却是股票分析非常重要的原素。简单地说,如果以价格、生产能力、行销、广告与销售管理、成本结构为准,公司若能从市场获得比预期更多的销售量,特许权价值即存在。例如,如果有两家公司生产与销售相同的电动马达,它们以同样的价格、同样的行销方式卖给同类的制造商,我们可以预期每家公司售出的马达数目相同。但如果其中一家的销售额超过另一家 20%,特许权价值即存在。只要无形资产存在,就可使该公司的马达在市场中更具吸引力。

这些资产可能是什么呢?可能性最高且或许也是最难以量化的就是"品牌"(brand name)。为什么有些人就是会在结账前伸手去拿 Hersey 巧克力棒,而不拿旁边的一般品牌的巧克力棒?即使两者的标价差不多,而且口味也没有明显差异。最可能的是,品牌与形象能吸引买者。可口可乐、耐克、Lexus、麦当劳、Levy's、沃尔玛百货、花旗银行、美国运通银行等是众所周知的品牌,这些公司在行销上的优势使竞争者难以匹敌,只是它们所拥有的优势有多大就难以论断。可口可乐这个品牌值多少美元是永远算不清的,但"可乐"(Coke)这个字对该公司具有难以想像的价值是毋庸置疑的。可口可乐与百事可乐可以同时以同样资源进入一个新市场,但可口可乐却很可能赢得最大的市场占有率。

时间是树立品牌影响力的主要因素。一个在市场上存在了10多年的老牌产品,例如国家广播公司(NBC)、Anheuser-Busch、Rawlings 或 Chicago Cubs baseball 等,已经建立了不列入财务报表的特定顾客忠诚度。它是真实存在的,隐藏于盈余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流量之中。特许经营或垄断性保护也是品牌价值的一种体现。当伊莱利获得辉瑞的专利保护时,即同时保证了未来数十亿美元的销售额。在伊莱利失去专利保护前,没有任何一家竞争药厂可以生产与辉瑞相同的产品。贸易壁垒与税赋优惠也能创造品牌价值,区域限制、执照与加盟合约也一样。

拥有品牌即拥有行销威力,在某些情况下,还会是独占市场的行销威力。例如,地区报纸。在美国有数十家的报纸几乎没有任何竞争对手,通常,它们都在中型的城市发行——如Abilene、亨廷顿(Huntington)、迈肯市(Macon)、Rockford、Lafayette、艾尔巴索(Elpaso)、Greenville、Kalamazoo、Wausau等,因为太分散了,因而不利于电视台发展生存,且市场又太小无法容纳两家报纸。在这种城市里,区域报纸是市民新闻的唯一来源,也是当地广告的唯一宣传管道。如果肉铺想要进行拍卖,它必须要在城里的报纸上刊登广告;若市政府要公布法律通知和某些公告,也要从该报纸买版面;如果当地的威尔玛特百货有开学促销活动,也必须花费数千美元在周日版中安插夹页广告。这些都是地区报纸隐藏的特许权价值,它锁定在人口分布上。

今日,很少有公司或机构能保有多少的特许权价值。好莱坞一度在制片上占据有绝对控制权,而且能年复一年确保自己的成就。美国广播公司(ABC)、哥伦比亚广播公司(CBS)、国家广播公司曾经完全掌控着电视观众,但自从有线电视兴起后,这三大广播网的市场占有率便逐年下降。纽约证券交易所曾被认为是买卖重量级股票的唯一地方,但也已成昨日故事,数十家世界上最成功的公司是在柜台市场交易。从50年代以来的25年间,Topps在运动贸易卡(sport trading card)市场上完全占有垄断权,它可以控制价格、渠道与利润,它为自己的产品创造需求,并为收集与买卖卡片催生了黑市,但竞争者,特别是Fleer、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Donruss、Bowman 等加入后不久，Topps 即完全处于守势。它的产品在人们心目中的价值大跌，市场占有率也跟着下滑，在卡片买家心中，该公司也不再是高级品牌了。对很在乎预算的中产阶级顾客而言，Kmart 曾是第一品牌，现在它正陷于苦战，试着与新加入的竞争者 Target 与沃尔玛百货争夺客户群。

这些老牌公司正在丧失了原有的品牌吸引力，因为整个市场募集资本相对容易，各公司跨国经营的限制也正逐步消失，使得竞争者能够充分地参与市场。现在要在撒哈拉南部的非洲设立制造厂就跟设立在田纳西州一样地容易，而且大多数的新科技与产品都很容易复制，竞争者在几个月甚至更短的时间内就可迎头赶上。由于资产的自由流动，使世界各地的竞争者得以获得更多的机会。以往只要拥有品牌，公司即可垄断价格并维持丰厚的毛利，直到其他生产者募集到足够的资金向它们挑战，情况才可能转变。80 年代中期以后的那几年，耐克发现依靠运动员推荐的运动鞋，价格即使卖到 100 美元以上也不会有任何问题，但今日这种现象已不复存在，由于多家竞争者的出现与对定价的控制力量的丧失，耐克必须经常“打折”才能提高鞋子的销售。

特许权价值的衡量

投资者应该如何评价一个品牌呢？一般公认并没有严格的评估方法存在，但现在有许多顾问与行销公司制订了一些方法，试图捕捉品牌所创造的额外财务价值。一个投资者可拿来应用且又相对较简单的方法是，比较竞争公司的毛利率与资产报酬率(return on assets，ROA，营业收入除以所投入的资产平均值)。如果公司宣称毛利率较高且销售的又是与竞争者基本上相同的产品，品牌吸引力或许就存在。假设有三家资本额相同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且都销售电脑连接插头的公司，有两家毛利率同为15%，一家毛利率达20%，那么，我们就可以认为，这家公司有一定的品牌价值。

如下图所示，明显地，Z公司是比较优秀的，它在市场上也应该享有比其他两家公司较高的股价。但它的成功有多少是归功于其品牌呢？我们只能根据理论做合理的判断。也许Z公司拥有更具效率的工厂能创造较高的毛利，或许它的生产成本较低吸引了更多的顾客，或许它已达临界销售量，能把固定成本摊派在更多单位上，提高每单位的会计利润。

（单位：美元）

资产项目	X公司	Y公司	Z公司
销售	5 000	4 000	8 000
营业利润	750	600	1 600
股数	500	500	500
每股收益	1.50	1.20	3.20
资产	7 500	6 000	8 000
资产报酬率(%)	10	10	20
资产净值	3 750	3 750	3 750
股东权益报酬率(%)	20	16	43

行销专家一直试图量化品牌价值，他们相信关键在于研究公司的“资产报酬率”或“资本报酬率”(return on capital, ROC，营业收入除以股东资产与负债的总和)。一般而言，拥有品牌价值的公司在资产报酬率与资本报酬率上都倾向于比竞争对手与厂商要高。在上面的例子中，Z公司的报酬率至少是竞争对手的2倍，一定有某些无形要素存在才可能会产生这种结果。Z公司可能有训练较好的销售人员，更有效率的广告策略，或更好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的渠道网络，甚或顾客就是比较“喜欢”该公司的产品与管理阶层。如果 Z 公司的优势只是源于生产效率，X 公司与 Y 公司即可努力达到同样的效率，并尽快缩小这个差距。

在量化特许权价值时，投资者应该专注于资本报酬率，它衡量的是管理阶层每年如何运用有形资产与财务资源的能力。拥有一般产品线且没有特许权价值的美国公司，一年应该可以获得 5%的资本报酬率，经济景气时会高一些，疲软时会低一些。以 5%的资本报酬率为起点，投资者即可合理地估计品牌价值。若有公司获得 15%的资本报酬率，我们假设额外的 10%资本报酬率来自于品牌价值，把这 10%换算成美元，再附上一个乘数以推算该品牌的长期折扣价值。这个计算公式相当直接：

年品牌价值 =〔(税后的营业收入 / 资本) − 5%〕× 资本

长期品牌价值 = 年品牌价值 × 溢价

在上例中，Z 公司提报的股东权益报酬率是 43%，且由于没有负债，Z 公司的资本报酬率也是 43%，减掉 5%后，Z 公司的年品牌价值是资本的 38%，即 1 425 美元。要决定长期的品牌价值，投资者必须给 1 425 美元附上乘数，才能获得该品牌折扣后的未来价值。如果投资者决定 Z 公司的长期品牌价值是当前品牌价值的 15 倍，该品牌的价值为 21 375 美元。如果投资者指定 10 倍数，该品牌的价值即为 14 250 美元。

明显地，品牌价值的关键在于投资者判断溢价的准确性。使用我们在第八章估计现金流量时所讨论相同的方法，投资者应该能够确定年品牌价值的合理乘数。

第五项无形资产：简明、准确的年报

公司很少有机会能向所有人提报事实，但年报对所有人来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说是了解一家公司的好机会。年报中所指示的事实应该是清晰完整的，而且应有足够的信息可让投资者做有意义的分析。一份年报若无法概括地描述公司的整体营运状况，该公司是否值得投资就令人质疑，其管理阶层的信用也值得怀疑。如果管理人员不愿意把情况说明白，投资者应该要问清楚原因。过去20年来的趋势显示，年报逐渐被视为公共关系的产品，每个句子、照片、标题、图表都得仔细斟酌，如果公司仅仅试图以最正面的角度来描述公司，那完全有可能把公司最重要的财务报表数据遗漏掉。

20多页体面的照片，再加上最高执行官几页即兴发挥的、空洞的补充说明，就自以为可以蒙骗投资者，但这些都不是研读年报必要的资料。只要备齐基本、简单的业务说明，再加上必要的财务报表，即可满足投资者。一份完整的年报应提供分析公司过去几年表现的所有资料，其显示的财务信息必须与过去的格式与页数相同。如果公司的报告有持续性，年度间的比较才具有可信度。同样重要的是，投资者应自己确立一套方法来解读这些信息。

以纽可公司为例，其年度报告用字清晰也适合阅读，投资者不会在其中发现错字或有关公司的夸张描述，该公司最高执行官的照片看来像是20年前拍的，该公司长年来只用两张艾佛森(Kenneth Iverson)照片互换。相较之下，迪士尼的年报几乎包含了该公司所有投资者所不需知道的信息，包括员工的照片、游客在主题乐园的趣事、以及迪士尼的零售商品。1996年迪士尼公司的年度报告中，投资者在前面55页根本找不到任何有意义的财务信息。

完整的年报只需要16页至20页。内容包括4页至6页的财务报表，2页至4页的注脚，1页至2页为最高执行官的信，2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

页为前几年的公司财务表现，其余的为公司市场与服务相关的有用信息。公司不应该用超过5页以上的篇幅来描述它的商业活动。在总长度上宜保留些许空间。银行、保险公司与贷款公司，如美国运通银行，有义务比典型的公司提供更多的财务信息，光是注脚就多达10页至20页。

看年报要注意的事项

(1) 报告中的数字是否一致? 每年的报告应该在去年相同的位置，列出完全相同的财务表格与数据。许多公司每年都在变更格式，试图以不同目标及数字分散投资者的注意。如某一年它们的焦点在股东权益报酬率，下一年则是积压订单(backlog)与订单成长。完整的报告应该要提供足够的信息，才能让投资者能比较连续几年的报告，以了解市场、销售、支出、收入与现金流量的趋势。

(2) 目标是否明确一致? 阅读耐克或微软的年报，投资者即可快速地发现公司的目标。但如果投资者无法看出公司到底想做什么，即表示管理阶层尚未设定具体目标，或者他们不愿与投资者分享这些成果。参阅过去的年报可以判断出管理阶层是否还在坚持过去的目标，或已经抛弃它们了。如果以前的计划被抛弃了，其原因何在?

(3) 管理阶层对它的成就是否坦白? 一份真实的年报不应该有虚伪的宣传花招。若最高执行官在给股东的公开信中缺乏诚信，很可能会使投资者陷入任人宰割的处境。该报告读起来应该是像最高执行官亲笔的、直言的信件(类似巴菲特的做法)，或是像公关人员拟定、律师审阅、最高执行官迅速签名的公共关系文件。

(4) 投资者能了解资金的流向吗? 有些公司进行大肆购并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行动,因此几乎无法弄清楚它们是否真的在赚钱。使用会计调整,公司可以掩饰大多数与购并有关的无效率工作,并掩饰过去的错误。购并通常会导致重新提报过去的结果,这会使以前年报中的数据全数失效。若公司进行非常多的购并行动,以致投资者无法分辨该公司的营运是否还有利润,那么,投资者对该公司就千万不要有任何留恋。

(5) 投资人能看到这家公司的未来吗? 该公司对于其市场的方向有眼光吗?资深经理人在探索新市场机会时是积极的还是消极的?市场的改变会不会断送未来的获利能力?投资者应该注意任何公司领导层有关未来收益的观点。管理阶层是否会考虑发行员工持股权,而导致未来的收益目标难以达成?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

建立投资组合：子公司法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"一旦投资者拥有了足够的分析能力,分散风险即是多余的"

——引自罗伯所著《*The Battle for Investment Survival*》,Simon & Schuster, 1965 年,原作第 42 页。

投资者经常会提出有关投资组合的风险分散问题。大多数投资者不知如何选股,所以会寻求学术上的解答。令人遗憾的是,有些人买股票就跟收集邮票一样,拥有的股票种类超过 100 家公司,从各方面来看,他们已经变成了个人共同基金。虽然分散持股让他们觉得很安全,但其投资组合的表现很可能不会偏离市场太远,而且净获利还会因高佣金而受损。此外,他们还必须长时间追踪成本、股票分拆、股利与转投资,却漏失掉获利的时机。即使再怎么样的努力奋发,投资者还是不可能检视上百家的公司。获利不佳的股票可能在他们的投资组合中一放数年,而价格被高估的股票也未能在适当时机卖出,让这些投资者丧失了估计获利成果的能力。

分散风险是没有必要的

现代投资组合理论这种进退两难的构想源于 50 年代与 60 年代所进行的研究。这些研究测试了投资者持有各种股票组合的预期报酬率。研究人员测试个股对市场波动的反应,并使用数学法则,证明一个投资组合的波动幅度,即它的上下波动,可以藉由审慎选择波动彼此相反的股票来将风险"最小化"。

这些数学探索催生了分散风险的总体理论:买进不同产业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，以免全部的股票同时下跌。最后研究人员断定，虽然投资者无法消除投资组合的波动，若能拥有 20 只股票即可使其最小化，但若持有 30 只以上，优点就不明显。若是买 20 只股票，学界宣称多数投资者“实际上”已完成分散风险了。

分散风险代表了什么意思呢？根据学界的说法，适度分散风险的投资组合是指已消除了“非系统风险”(nonsystematic risk)，亦即个股可能对投资组合的获利率造成具体伤害的风险。该理论指出，投资组合内若涵盖 20 只、30 只、40 只或更多的股票，投资者即可消除因个股崩溃而影响整个投资组合获利的风险。因为每只意外下跌的股票，都可能有另一只意外上涨股票可抵消损失。

但是风险分散却不能保证投资组合免于亏损，即使是拥有超过 200 只股票，管理最完善的共同基金有时候也会亏损。拥有这么多股票组合只不过是为了“减少或将损失降低”，所有投资者应该要了解这个重要差异。面对“系统风险”(systematic risk)，投资者总是非常无助，这种风险是指无法预测的事件所造成的整体股票市场下跌，不论持有多少种股票也无法规避掉所有的系统风险。最好的方法是把投资者的资金分散在不同的工具上，例如债券与外国股市，如此方能隔离单一股票市场的崩盘风险。

事实上，许多投资者都得到了惨痛的教训，因为单拥有 20 只股票未必就能降低风险。在 1994 年时，许多投资者相信他们已经分散风险了，因为他们有 10 多只以上的公用事业股票与所有的“贝尔子公司”(Baby Bell)股票。但根据从众法则，他们得到的惨痛教训是：类股同跌。1987 年 10 月 19 日美国股市崩盘时，几乎所有纽约证交所、美国交易所与那斯达克的股票股价都下跌。表面上，所有的上市公司在同一日都跌的可能性微乎其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

微;或者说,他们的内在价值不可能发生相同的变化,但他们还是真的跌了。

事实上后续的研究发现,即使持有20只股票也不足以达到分散风险的目的。如果投资者想要确保投资组合报酬率不低于市场,投资者必须拥有60只至100只股票,但对大多数的投资者而言这是不太可能的。

对价值型投资者而言,概括性地谈论风险与利润是无济于事的,它的意义仅适用于10多亿美元的资金管理。风险的定义不在于数学或股价波动;风险是投资者不分青红皂白地抢进股票,也即是投资者没有做好自己对公司价值判断的功课。投资者会遭遇到的最大风险是,未能适当地评价公司,结果以高于该公司真正的价值买进股票。如果股票的真正价值为90美元,以60美元买进股票,可谓物超所值且几乎没有风险。若公司的内在价值仅有30美元,以60美元买进即可能潜藏着极大风险。巴菲特曾说:

> 我非常重视确定性……。风险的观念对我不具任何意义。如果要承担极大的风险,你就不要投资。但是以低于股票真正价值的价格来买进则不具风险。
>
> ——引自雷思莫森(Jim Rasmussen)所著"Buffett Talks Strategy with Students",《*Omaha World-Herald*》,1996年1月2日,原作第17页。

以数学方式分散风险不应该是目的或手段。许多人把分散风险当成借口,但这是一种二流选股的借口。价值投资法的优点在于,投资人不需像收集纪念汤匙或邦妮娃娃一样地囤积股票。持有8只至12只股票的投资组合,每只都在适合的价格买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进，拥有良好的基本面，且具有适当的增值潜力，如此即可让多数投资者心想事成。

适当分散风险的五大关键

(1) 避免把分散风险视为单纯的数学问题。建立完美的零风险投资组合需要复杂的数学公式，这超出大多数个人投资者的能力范围。尽管分散风险是个值得追求的目标，实际运用其原则会相当耗时，对提升投资组合的获利可能没有什么助益。

(2) 避免过度分散风险以致无法追踪投资组合。拥有30只至40只股票也无法保证能消除风险，尤其是在选错股票的情况下更是如此。建立投资组合时，分散风险的一般理论还保有相当的弹性。例如，投资者可能决定以投资组合的10%持有零售商类股，然后再决定要买沃尔玛百货或是Kmart。

(3) 依据公司的表现而不是股价波动来定义风险。如果投资者想分散亏损风险，应该要买进获利可以预期的股票。消除风险最好的方法就是稳定。若公司的盈利每年上升10%，该股价的上下波动幅度几乎不可能与另一家每季或每年盈利表现不稳定的公司相同。投资者应该试着尽可能买进价格便宜的股票，以减少股票的风险以及对该公司未来失望的机会。如果每股股价为50美元，而该公司价值每股25美元，一旦投资者不愿继续持有该股票，会使股价大跌50%，但如果投资者在20美元买进该股，这个股价已经反映获利将不会太远。

(4) 投资组合应该保持简洁明了。这10多年来，许多投资俱乐部仅以12只至15只股票即获得突出的报酬率，那些大都是有品牌的消费产品股票。这些俱乐部的成功在于慎选股票与可管理的投资组合。拥有10家投资者非常熟悉的公司，要比随便选50家投资者无法追踪其表现的公司还要明智。

(5) 运用成王败寇法则。许多成功的基金经理人会刻意地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把他们的投资组合限制在 20 只至 25 只股票,但是不断地把表现不佳的股票剔除,他们的持股可能会分散在各大产业,例如石油业、金融业、制药公司、机械工业与零售业,但是只在这些产业中买进最好的 2 只、3 只股票。当公司的表现不如预期时,以同产业但展望更好的公司取代。长期下来,他们的投资组合挤满了绩优股。

定时定额投资法

过去几年来有关于定时定额投资法的文章非常多,因此我觉得有必要对现在流行的各种投资哲学提出它的优缺点。所谓的定时定额投资法是指,不管股价高低,定期将资金投入投资组合之中,是“买进抱牢型”投资者最坚定的教条。在 90 年代,它更进化成“理性的方法论”(rational methodology),广泛地被用来引诱老手与愚笨的投资者投入市场。现在有上百万的投资者运用定时定额投资法管理他们的股票、共同基金或 401K 退休计划的投资组合。

乍看之下,定时定额投资法似乎非常简单而且好得不像真的,这个策略是一种强迫性的储蓄计划。比方说,投资者可以决定每个月从他的存款中提拨 200 美元投资于股票市场,完全不考虑市场状况与个人财务。此方法的基本前提是,如果投资者今天能在市场存越多钱,退休时就会越富有。它主张应该定期买进小额的股票,但是让市场决定价位和数量,人们称此为“必胜”投资法,因为它强迫投资者在股票涨价时买进较少的股票,股价下跌时买进较多的股票。换句话说,这个方法完全忽略了进场时机。下表是投资者每个月投资 200 美元买进股票的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月份	投资（美元）	股价（美元）	买进股票（张）	总价值（美元）
一月	200	15	13	200
二月	200	18	11	432
三月	200	21	9	693
四月	200	16	13	736
五月	200	12	16	744
总计	1 000	16	62	744

在本例中，该名投资人每个月在其投资组合中投入了200美元，买进股票的股价区间为12美元至21美元。5个月后，一共投资了1 000美元，买进62股的股票。每个月都留有小额零头，平均买进价位为每股16.12美元。当股价在21美元的高档时，200美元只能买9股；当股价下滑到12美元时，可以买进16股。

阅读前面章节后，你或许可以看出这个策略在逻辑上的问题。事实上，定时定额投资法是价值投资法的大忌，不应该存在于价值投资组合中。定时定额投资法会降低报酬率，使战胜市场更加困难。若多头市场的走势持续，它会导致获利不佳。因为在这种情况下，投资人已习惯追高股价。价值投资法的目标在于尽可能选择合理的价格买进股票，若还要以忽视价格与分数月买进，这个策略就显得不合理。成功的价值型投资者不应该把投资组合的基础建立在尝试与错误之上，而这正是定时定额投资法的精神。价格是最高指导原则，亦即不应在无法满足公司基本面的价位买进股票。在90年代运用定时定额投资法的投资者，为Walgreen、默克、微软、Boston Scientific或宝洁等股票付出了昂贵的代价。他们已经承担相当大的风险，可能有一天他们所憎恨的正是他们所拥抱过的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定时定额投资法因为近几年来的多头市场,以及券商的大力推销而流行。股票持续上涨,只是业界要诱导投资者不论时机好坏都持续买进股票(付佣金)的借口。价值投资法与定时定额投资法的主要差异可以归纳如下:

定时定额投资法让市场决定投资者的投资组合、获利与亏损,并从买进决策中剔除价值评估与风险分析。相较之下,价值型投资者不会在价格上让步,他们随时关心风险与价格,愿意等待喜欢的股票跌落到适当的低价格水平,才一次买进。

建立价值投资组合

现在就前面几章所提的一些原则,建立一只股票(默克)的投资组合,并应用下列的参数:

持股期间:6 年

买进股数:200 股

买进价格:90 美元

总投资额:1 万 8 000 美元

买进时的市盈率:29 倍

1996 年的每股盈利:3.07 美元

在买进默克股票之前,投资者应该要先合理地估计,默克在持股的 6 年期间能创造多少盈利。投资者可以根据默克过去几年的平均盈利估计其未来盈利,或者更难的做法是,在持股的 6 年间投资者可以根据其现金流量类推。在这种情况下,因为默克的成长记录相当稳定,应用其过去的业绩增长率估计未来盈利会更加适当。假设业绩增长率为 14%,1996 年开始的盈利基础是 3.07 美元,到了 2001 年,默克将为投资者创造 5 922 美元的盈利。接下来再调整可能的股利,传统上,默克发放的股利约为盈利的 45%,所以下列 200 股投资所获得的盈利流量与股利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皆为合理假设：

（单位:美元）

（年）	1997	1998	1999	2000	2000	2001	总计
默克的盈利	3.50	3.95	4.50	5.14	5.85	6.67	29.61
默克的股利	1.58	1.78	2.03	2.31	2.63	3.00	13.33
盈利×200 股	700	790	900	1 028	1 170	1 334	5 922
股利×200 股	316	356	406	462	526	600	2 666
保留盈利×200	384	434	494	566	644	734	3 256

在这种表现下，投资者可以预期的报酬率为何？至少，投资者可预期的总获利为 5 922 美元或每股 29.61 美元。在这 29.61 美元中，保留盈利占 16.28 美元，股利占 13.33 美元。如果默克不发放股利，投资者可以预期这 6 年间股价会完完整整地上涨 29.61 美元。因为股利代表资本回收，所以它会降低股价增值的潜力；这也是投资者提早获得部分盈利所付出的代价。

这种报酬率合适吗？6 年间，在总投资额 18 000 美元中投资者可以预期的获利为 5 992 美元。最低总报酬率为 32.9%，或每年仅 4.85%。若与过去的市场平均、制药股平均，以及默克的增长率等相比较，这种报酬率就显得很差劲。

市盈率对业绩报酬率的影响

为什么默克预期的报酬率这么低？原因出在投资者在较高的市盈率下买进股票。投资者买进默克所支付的盈利溢价太高了，市盈率 29 倍超过了默克的业绩增长率 2 倍，因此投资者回收投资的时间延长了好几年，所以投资者的预期必定是股票价格会大幅增加。若默克的股票要为投资者带来更高的报酬率，唯有(1)默克的增长率要增加；(2)有更多的投资者紧跟着抢进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该股票,并使得该股市盈率高于业绩增长率。

其实,假设这两种情况都是没有必要的,因为投资者必须把信心放在评估上,而不是维系在善变的市场与投资者身上。但是如果投资者买进默克的市盈率仅为 20 倍,或每股 61.4 美元,投资者的报酬率如何呢? 首先,投资者 18 000 美元的投资可以买到 293 股的股票,而非 200 股。从 293 股开始,这是投资者的投资业绩累积情况:

(单位:美元)

	1997	1998	1999	2000	2000	2001	总计
默克的盈利	3.50	3.95	4.50	5.14	5.85	6.67	29.61
盈利×293 股	1 026	1 157	1 319	1 506	1 714	1 954	8 676

请注意 8 676 美元代表的是 6 年来每股获利 29.61 美元的总盈余,只是现在要比较的买进价位是 61.4 美元(3.07×20),而不是 90 美元。预估总获利可增加到 48.2%,年获利率可增高至 6.78%,然而它还是比不上历史平均,而且严重落后默克的增长率。投资者必须依赖善变的市场力量维持高估的股价。因此,若要提升投资业绩,投资者买进股票的市盈率越低越好。

如果默克市价为市盈率 10 倍,投资业绩报酬率将会大幅增加。所创造的投资业绩将等于 30.7 美元的平均买进价格,而投资者的最低年报酬率会跃升到 11.9%。如下所示:

(单位:美元)

	1997	1998	1999	2000	2000	2001	总计
默克的盈利	3.50	3.95	4.50	5.14	5.85	6.67	29.61
盈利×586 股	2 052	2 314	2 638	3 012	3 428	3 908	17 352

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请参阅第七章中讨论资本回收的章节。如果投资者在市盈率 10 倍时买进默克而业绩增长率为 14%，大约 6 年即可收回投资资本。如果投资者买进默克的市盈率等同其业绩增长率，资本回收时间约为 7 年至 8 年。但如果像第一个例子一样，买进该股的市盈率为 29 倍，需要 12 年才能回收投资资本。我们再以例子证明假设的正确性，买进的股票若有足够的能力抵挡下跌风险，那么，本例中以较低的市盈率投资，即能创造较高的获利率。

完成投资组合："子公司法则"

投资者若没有电脑软件的辅助，要建立完全避险的投资组合是极为困难的。实际上，从事避险必须持有 5 只以上的股票，使用昂贵的软件系统，并输入大量的资料，对于一般投资者而言根本行不通。原因是太复杂了，而且这样做似乎把统计学与预期当成救世主一样地过分地依赖。只要经济环境有点干扰，市场打个嗝，或是股价莫名其妙地下跌，整个模型就完全失灵，所需要的微调只会越来越多。这类系统永远不完善，而且还要根据新信息不断地寻找平衡。也难怪在这个领域会有那么多人相信股价是有效率的；模型创造者把每一笔可能的数据都塞到他们系统中，他们真的相信每个事件的发生都已经在研究与预测的范围内了。

在此我提供一个建立投资组合最简单的模型系统，我称它为"子公司法则"(subsidiary approach)，我们曾在默克的例子中研究过业绩模型的衍生形式。在本书中，我一直试着教导投资者以股东的身分来思考投资，而不是买卖合约的交易员。如果投资者买进公司的股票，不论是 100 股或 5 万股，投资者都应该就该公司的表现做一些假设，而且投资者也应该预期该公司能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创造满意的利润,不论最后是发还给投资者或是保留下来继续投资。这个子公司法则可以对大量的股票进行预测、过滤,并根据非常简单的计算建立最理想的投资组合。

公司存在的目的是要把获利发放给股东,对投资者有一定的义务,他们应为投资者服务,是一家为投资者追求利润的"私人子公司"(personal subsidiary)。巴菲特以伯克希尔的名义买断那么多不同公司的原因之一,是为了收集能为母公司赚取现金的子公司。为了扩大他成功的投资,巴菲特对市场的投资必须要有稳定的现金收入来保证。他所收购的高获利公司如盖可保险(GEICO)、World Book Encyclopedia、国际乳品皇后(International Dairy Queen)、Buffalo News、Kirby、See's Candies、Nebraska Furniture Mart 等,为他的投资提供了稳定的资金来源——季现金流量。伯克希尔拥有这些子公司,所以也拥有他们的盈利。巴菲特要求这些公司的经理人根据它们的净收入或现金流量,把大量的股利还给伯克希尔。

股票投资组合也一样。不论投资者拥有 1 家或 50 家公司,一律把它们视为投资者的子公司,其主要功能就是送现金给投资者。不论投资者拥有的是 100 股或数千股,都有权力要求这些公司所创造的获利必须满足投资者的需要。使用"子公司法则"建立投资组合时,必须以先前几章所介绍过的为基础。如下列五大法则:

- **只要个别股票的风险已经降到最低,投资组合的规模大小即无关紧要,不需为了分散风险而分段购入股票。**
- **投资组合中的产业组合是不足取的。只要个股的投资风险能够降低,跨产业分散风险的做法就没有必要了。**
- **若其他因素不变,资本回收期较短的公司应该优于资本回收期较长的公司。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **所投资的公司必须拥有良好的基本面。**
- **在选择了优质的公司后，不要太忧虑未来的股价波动。**

我们可以利用这些法则，建立拥有5支股票的假设投资组合：200股的默克、100股的通用电气、150股的思科系统、100股的The Limited、100股的诺福克南方(Norfolk Southern)。

盈　　利　　(单位：美元)

公司名称	1997	1998	1999	2000	2001	2002	总计
默克	3.50	3.95	4.50	5.14	5.85	6.67	29.61
通用电气	3.10	3.41	3.75	4.13	4.54	4.99	23.92
思科系统	2.05	2.56	3.20	4.00	5.00	6.26	23.07
The Limited	1.15	1.15	1.15	1.15	1.20	1.20	7.00
诺福克南方	2.25	2.90	1.35	−0.95	1.80	2.35	9.70
总　计	12.05	13.97	13.95	13.47	18.39	21.47	93.30

因为这些都是投资者个人的子公司，所以投资者拥有下列的盈利：

投资者所拥有的盈利　　(单位：美元)

股数	公司名称	1997	1998	1999	2000	2001	2002	总计
200	默克	700	790	900	1 028	1 170	1 334	5 922
100	通用电气	310	341	375	413	454	499	2 392
150	思科系统	308	384	480	600	750	939	3 461
100	The Limited	115	115	115	115	120	120	700
100	诺福克南方	225	290	135	−95	180	235	970
	总　数	1 658	1 920	2 005	2 061	2 674	3 127	13 445

持有6年之后，这5家公司会为投资人赚进13 445美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。每家公司分配盈利的方式都不同,我们在先前提过,默克可能会保留 3 256 美元的盈利,发放 2 666 美元的股利。诺福克南方可能会发放 500 美元的股利,保留其余的 470 美元。思科系统则从未发放过股利,很可能保留 3 461 美元的全数盈利。

但是合理的预期是,在持股期间投资者原始投资的增加至少会等于这 5 家公司的保留盈利。如果这些公司 6 年间总共支出的股利为 3 000 美元,投资者所拥有股票的价值至少会上涨 10 445 美元。同样的原则也适用于个别公司。如果诺福克南方把所有的盈利 970 美元都以股利发放,投资者就不应该预期该股股价会有多少涨幅,除非市场突然相信,诺福克南方的盈余成长会加速。在这种情况下,市场赋予该股票的市盈率就会比较高。若投资者对该股的看法不变,所有投资者能获得的几乎就是股利的报酬而已。

就如同默克的例子所示,13 445 美元的报酬是否适当,取决于买进价格与起始市盈率。假设这 5 支股票的买进价格与市盈率如下表所示,应用前面的盈余表,我们可以根据保留的股东盈利,估计可获得的所有最低报酬(见最后一栏)。

股数	公司名称	价格（美元）	市盈率（倍）	投资（美元）	投资业绩（美元）	总报酬率（%）
200	默克	90	29	18 000	5 922	32.9
100	通用电气	100	24	10 000	2 392	23.9
150	思科系统	75	35	11 250	3 461	30.8
100	The Limited	19	16	1 900	700	26.8
100	诺福克南方	45	20	4 500	970	21.6
	总　　数			45 650	13 445	29.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就20世纪以来市场年平均报酬率10%而言，6年的报酬率为29.4%似乎太少了。这是因为投资者为盈利支付了过高的溢价。虽然思科系统的盈利增长达25%，但投资者买进的市盈率却是35倍。我们先前提过的默克，投资者支付的市盈率为其成长率的2倍。通用电气的情形也一样。以诺福克南方不稳定的盈利流量而言，它的股价也是不切实际。投资者实在不应该为该股支付45美元的价格。

若要建立成功的价值投资组合，投资者必须要让原始投资金额在持股期间，使投资者能达成的盈利最大化。因此唯一的要求是，投资组合的各只股票所赚盈利不但要多而且要快。就上例而言，重点在于建立正确的股票组合，让原始投资45 460美元的报酬率最大化。若仅用上述的5只股票，投资者可以有3种方法增加盈利。每个方法都可以缩短投资回收期。

(1) 以较低的价格或市盈率买入每只股票。以默克为例，只要等待该股市盈率下跌50%再买进，投资报酬率即可加倍。若股价下跌与盈利增加同时发生，也会有同样的结果。

(2) 买进一只比其他股票更能为股东创造盈利的股票。

(3) 买进股价市盈率低于成长率的股票。

若要根据这5只股票预期的盈利流量与市盈率，建立盈利最大化的完美投资组合还是有可能的。但所牵涉的数学运算实在是复杂得令人却步，牵涉的方法名为“线性规划”(linear programming)。根据简单的投资组合，我提出两种有更高报酬率的变化型：(1)单一股票投资组合，以每股50美元买进思科系统；(2)三支股票投资组合，The Limited、诺福克南方、通用电气，买进价格低于市价水平25%。在这两例中，原始投资额仍维持45 650美元，但股数分配不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者所拥有的盈利 （单位:美元）

股数	公司名称	1997	1998	1999	2000	2001	2002	总计	报酬率
913	思科系统	1 872	2 337	2 922	3 652	4 565	5 715	21 063	46.1

投资者所拥有的盈利 （单位:美元）

股数	公司名称	1997	1998	1999	2000	2001	2002	总计	报酬率
371	通用电气	1 150	1 265	1 391	1 532	1 684	1 851	8 873	31.9
371	The Limited	427	427	427	427	445	445	2 598	49.1
371	诺福克南方	835	1 076	501	－352	668	872	3 600	28.8
		2 412	2 768	2 319	1 607	2 797	3 168	15 071	33.0

投资回收的概念在建立投资组合时扮演了非常重要的角色。因为买进投资回收期短的股票,投资者可以提高报酬率以降低风险。所以当投资者买进投资回收期短的股票,整个投资组合的报酬率都可以提升。请再看我们5只股票的投资组合,这次每只股票都以投资回收期来分析。

检视这些数据后,要提升该投资组合报酬率的方法显然是,降低原本为12年的加权平均投资回收期。最佳的方法是全部买进投资回收期为10年的思科系统。然而这个方法会使投资者很容易造成亏损,因为一旦思科系统的表现不如预期,投资组合的价值就会大跌。此外,假设市场环境不变,只要 The Limited 的增长率提高几个百分点,其投资回收期即可优于思科系统;或者若通用电气的股价跌个20%,它的投资回收期即可等于思科系统。当盈利能提升而股价下跌,默克的投资回收期也可以缩减至8年,这些事件都有可能缩短投资组合的投资回收期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股数（股）	公司名称	市盈率（倍）	增长率（%）	回收期（月）	投资额（美元）	投资组合（%）
200	默克	29	14	12	18 000	39.4
100	通用电气	24	10	12	10 000	21.9
150	思科系统	35	25	10	11 250	24.6
100	The Limited	16	1	14	1 900	4.2
100	诺福克南方	20	1	18	4 500	9.9
	加权平均	27.9	14	12	45 650	100.0

在建立这些假想的报酬率时，我们从上千家的公司中单独买进这 5 家公司。只要投入适当的精力去做分析，投资者也可以轻易地评估其他公司，寻找投资回收期更短的合适目标。但是基本原则依然要把握住：把投资者的股票当成子公司，让每一块钱的投资业绩最大化。

成长的价值

第五章中曾提过，唯有公司的“盈利报酬率”相当吸引人时，投资者方可接受较高的市盈率。长期下来公司所赚得的盈利越来越高，投资人在买进该股票时才可以有更多的弹性。在上面的例子中，买进默克的价格为 90 美元，市盈率 29 倍。前 5 年预计默克可为投资者创造每股 29.61 美元的盈利，即投资报酬率 32.9%。然而，不要假设默克的股票 5 年总共只会上扬 32.9%，这只是我们预期该股上扬的“最小涨幅”（见第十章保留盈利的概念）。至第 5 年时，默克的每股盈利是 6.67 美元，而其盈利的“报酬率”应该是相当体面的 7.4%。只要默克的盈利持续成长，每年盈利为投资者 90 美元投资所贡献的报酬率就会越来越大。所以投资者不能单看 32.9%这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个数字的表面；否则投资者可能因此而大失所望，并忽略很多有投资价值的公司。投资者反而应该以 32.9%的报酬率为战胜目标，凭着不同的盈利与股价组合，使默克 5 年报酬率高于 32.9%。

用“仓储法”帮助选股

成功的投资者是有辨别能力的，他们会避免囫囵吞枣地买进股票。只要价格合理，任何股票都可能是物超所值的好选择。但不要自作聪明以为整个市场都是投资者投资组合的肥羊。在美国 1 万多家上市公司中，仅有少数的公司能吸引了投资者的注意。数以百计的公司因为基本面差劲，根本应该全然回避。其他大部分公司只是偶尔提供好报酬率，也许仅有一年或更短。一旦在选择股票时已有固定的方法，投资者应该以删除法把可能买进的公司数目，从 1 万减少到 10 多家。

具有讽刺意味的是，特别是在多头市场，手上有钱很可能就是投资者亏损的原因，因为投资者会因此买进根本就不应该拥有的股票。为什么投资者会这么做呢？有时候，他们偏爱的股票股价会暂时被高估而不适合买进，他们不但没有耐心等待股价下跌，反而还买进从未研究过基本面的次级股票。要避免这种陷阱，投资者可以采用所谓的“仓储法”(warehouse method)，列出未来几年想要拥有的股票，并在股价跌至有吸引力时一次买进。如果股票并未立即跌到投资者预期的水平，不妨静观其变，早晚它们会跌到吸引人的价位。在这段期间，投资者可以注意其他想买的公司，它们可能已跌到吸引人的价位了。持有一份欲购股票核对清单，能让投资者把注意力集中在价值与价格上。核对清单可以十分详尽，也可以像表 14-1 一样地简单明了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14-1 购股核对清单 （单位：美元）

公司名称	股　价	买进价位	评　　语
美国运通银行	100	80	不够便宜
Amgen	50	38	太贵
思科系统	60	低于 49	太贵；耐心
联邦快递	64	65	准备买进
通用电气	80	82	现在可以买进
英特尔	75	65	价格震荡太激烈
耐克	55	低于 44	短期盈利下滑
纽可	48	低于 50	买进！
宝洁	90	低于 85	准备买进
Walgreen	32	24	过度高估
迪士尼	100	75	盈利展望有问题

“仓储法”的最大优点是强迫投资者保持警觉。在买进前，投资者必须决定公司的合理价值，也就是说必须先研究该企业，多花些时间进行评估流程，这样可避免错误投资。通过这种方法买股票也能让投资者建立真正想要的投资组合，更能避免仅是因为有闲钱而买进不理想的股票。此外，这个方法可克制投资者的急性子，而且最重要的是可以确保一流的获利，因为投资者不会再为公司支付太高的价格。

投资者应该定期更新核对清单，以确保目标股票的价格合理。如果公司未如预期增长，则原先设定的买进价位可能会太高。反过来说如果公司的基本面改善了，该股票可能再也不会跌回投资者的买进水平。在这种情况下，投资者必须重新评估该公司，以确定它的股票价值是否提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何时卖出

若没有讨论离场策略,所有探讨价值投资法的书籍都不算完整。根据经验,我发现何时卖出最常被提及,也是最令人讨厌的问题,因为它结合了财务的持股纪律与人类情绪。成功的投资者尝试从不同的角度回答这个问题,但没有人能证明他的方法是最好的。有些价值型投资者彻底遵循格雷厄姆的法则,只要股价涨过该公司的账面价值即可卖出。而巴菲特买进一家公司的假设是要永久持有,只要公司的表现能维持在成长轨道上,巴菲特就会继续持有股票。但是,他偶尔也会在买进股票一两年后又卖出,如 60 年代中期卖出迪士尼股票,1997 年卖出麦当劳股票,当时这两家公司的盈利展望已经恶化。偶尔,他会在股价涨到难以支撑的水平时卖出,例如在 1997 年时他即卖出了一部分的迪士尼股票。

总之,卖出股票的时机是:对该公司的评估已经明显出了差错,或者市场价格已完全反映出该公司的价值。

有一种情况会使得大多数的价值型投资者卖出股票:市场把该公司的股票推升至泡沫的水平,使得该股在不久的未来难以维持价格。最明显的警讯为市盈率大幅超越公司的成长率。即使有最良好的经济环境,市盈率 30 倍对盈利增长率为 12% 的公司而言是不合理的,可接受的价格是 18 倍至 20 倍的市盈率。超过这个水平,投资者即可断定推升股票的只有投机,没有基本面,这只股票迟早会下跌,亦即跌至 12 倍的市盈率。第七章我们已讨论过,如果买进的市盈率超过该公司的盈利成长率,“投资回收期”与风险都会增加。只要运用投资回收表,就可确定投资回收期与风险增加了多少。除此之外,没有任何公式可以告诉投资者,何时股票的买卖价格已经脱离现实应该卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都知道股价被高估的情况会持续好几年，例如二十世纪60年代与90年代的美国股市。

回顾第七章中百事可乐的例子，自60年代中期以来，该股股价几乎是以盈利增长的速度攀升(见图14-1)。请注意该股股价总是会回归到盈利平均值；股价或涨或跌直到与盈利趋势线一致为止。高价期总是跟随着下跌期，反之亦然，投资者可以看到百事可乐的市盈率沿着盈利趋势线震荡。结论是盈利增长率非常接近合理的市盈率。若公司的盈利增长率每年都维持10%，长期下来股价的平均市盈率会是10倍。如果市盈率低于公司的增长率，至少股价会涨回合理的水平；如果市盈率已远超过预期的盈利，投资者则形同在自取灭亡。在1972年时，百事可乐的股价已经被过度高估，以致即使公司盈利稳定成长也无法支撑其股价。在1972年至1974年间，百事可乐的股价大跌

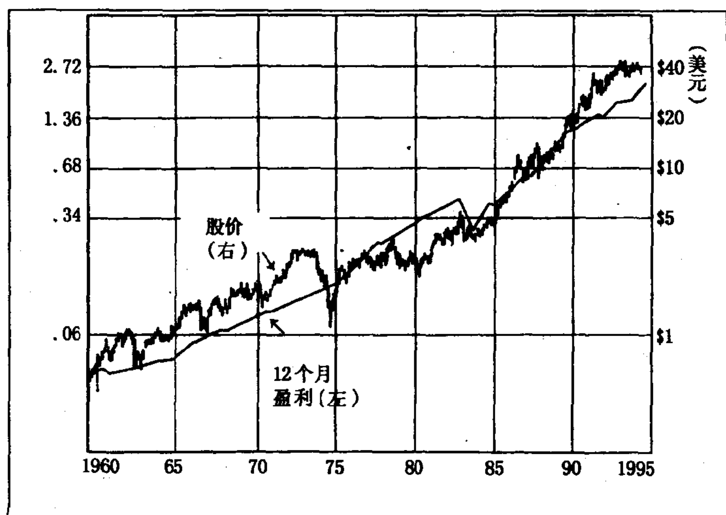


图14-1 百事可乐1960年至1994年股价走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了65%。直到1981年，该股票才终于创出新高，但这已是9年以后的事了。

卖出持股的最后法则

(1) 卖出与买进的标准一样。用来买进股票的标准，也应该是卖出股票的标准，不要搞混了。我在《当代价值型投资者》一书中时常告诫投资者，我卖出股票的标准与基本面有关，也是我用来买进股票的标准。我从来不会因为股价下跌或涨得太快而卖股票。如果我推荐股票的原因是资产净值报酬率很高，我建议卖出该股的时候会是其资产净值报酬率跌破我的底线时。如果我是根据该公司的盈利报酬率买进，唯有该公司的盈利报酬率跌到比债券还没有吸引力的水平，才会卖出持股。如果我是因为公司的毛利有改善讯号才买进，一旦毛利再度恶化我才会卖出。

(2) 不因华尔街善变的股价而决定卖出时机。不要仅是因为买进后股价下跌而卖出。毫无疑问地，这是投资者所能犯下最过分的错误。彼德·林奇曾说：

> 有些人会自动卖出上涨的股票，而紧抱着下跌的股票：这种行为的合理性无异于倒行逆施，有些人则会自动卖出下跌的股票并紧抱着胜利者，而这么做却未必有利。这两种策略不管用的原因是，它们把当时股价的波动视为公司基本价值的指标。
>
> ——引自彼得·林奇《选股战略》，原作第245页。

没有基本面的理由而卖出股票，等于是把投资者自己交由善变的市场任意处置；同时显示投资者是在短期的价格波动上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌博,不是在投资。在股价下跌后抛售,是证明市场效率的好方法,也证明在高价买进是错误的决定。有时候,反其道而行才是正确的:投资者卖出股票才是错的。首先最重要的是,投资者一定要坚持对该股票原来的观点,除非新信息能让投资者怀疑投资者的原始评估。如果股价下跌后投资者还是喜欢该公司,当出现更低的价格时,投资者应该更高兴并增加持股仓位才对。从来没有人能准确地掌握到股价低点与高点的时机。大多数伟大的价值型投资者都承认这点,如果他们买进的股票立即大跌20%,他们是不会担心的,因为在这个行业每时每刻都发生过这种事。最重要的是投资者的长期投资报酬率的关键是由投资者支付的价格来决定。如果投资者买进的价格低得足以产生巨大的增值潜力,那么短期的价格下挫就不会有什么影响,成功的投资者会提起篮子来买进更多股票。

(3) 不要因为市场预测而卖出股票。投资人常犯的错误是短期一有获利即因害怕市场修正而逃之夭夭。如果投资者买进公司的价格低于其内在价值,值得安慰的事实是该股不会像市场跌得那么多。根据定义,价值投资法是指在股价通常不怎么吸引人的市场中,寻找股价有吸引力的公司,所以总体股价水平如何不应该有什么重要性。如果投资者是以便宜的价位买进,就不必担忧。如果平均股价为22倍的市盈率,而投资者的股价为14倍的市盈率,一旦市场下挫,投资者的买进价位就会有很大的抗跌性。投资者买进的股票不会完全不受市场下跌影响,很少有这种股票,但投资人最好预做防备。

(4) 不要因税收因素卖出股票。卖出持股有许多原因,如公司表现不佳、投资者需要现金、考虑转换投资等等,但税赋因素决不应该是主要原因。相反地,税赋应该排在所有其他决定因素之后;或者在投资者已经不在乎其他因素时才会考虑到税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赋。资本利得税是成功投资的产物,唯一能避免的方法是无限期持有股票。就算无法持有好股票数十年,也应该持有许多年;如此可让投资者的税后报酬率最大化。但是有时候股价实在是高得离谱,或者公司表现实在是太迟钝,投资者只好把股票卖掉,这时候不要理会资本利得是多少,只要卖掉股票就对了。

有些投资者为了避税,即使面对基本面的恶化还是拒绝卖出持股。他们不知道抱牢走弱的股票,在净值上的损失会比出脱后的税赋损失还要高。的确,高额税赋的威胁是很令人丧气的。例如,投资者在 1966 年以 32 美元买进 1 000 股的迪士尼股票,到了 1998 年初由于股票分拆,他将持有每股 100 美元共计 12 万 8 000 股的股票,以每股 100 美元出售所有股票,所得的资本利得为 1 276 万 8 000 美元。假设税赋额度为 31%,资本利得税即为 395 万 8 080 美元。但如果迪士尼股票跌到 80 美元呢? 首先,这位投资者的净值下跌了 256 万美元。接着,如果他卖出股票,在税赋上的损失为 316 万 4 480 美元。白费力气地死抱股票避税,反而增加了总负担,下跌的净值再加上税赋共计 572 万 4 480 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

掌握巴菲特的方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"若投资人越深入倾听价格与价值的对话，投资者就会越了解、越珍惜巴菲特的方法。"

——引自汉格斯乔(Robert G. Hagstrom Jr.)所著《沃伦·巴菲特之路》(*The Warren Buffett Way*)，John Wiley & Sons, Inc.，1994年，原作第236页。

对全世界的个人投资者而言，巴菲特已成为勤做功课的最佳典范；他掌控股市并证明了大多数著名而广为流传的金融理论都是无效的。他利用格雷厄姆的方法，出资100美元，再加上家人与朋友募集的10万5 000美元，40年后他所创造的个人资产超过300亿美元。巴菲特另外还为上百位当初把储蓄交给他的投资人创造数十亿美元的获利。在二十世纪的美国史上，还没有任何资本家光是因为买卖股票就能名闻天下。其他大资本家如比尔·盖茨(Bill Gates)、山姆·沃顿(Sam Walton)、亨利·福特(Henry Ford)，是靠兴建工厂与销售消费品来创造财富的。对巴菲特而言，合理的策略是将被动的股权投资行为转换成创造利润、达成获利的机器。

由于巴菲特很少曝光也极少透露他的投资组合，因而引起投资者的好奇，这点造成投资者对其投资方法与动机的误解。有些投资者因为过于心急，反而无法在华尔街获利。巴菲特的成就似乎证明价值投资的可行性，其操作成就打破了投资就像赌徒掷骰子，胜利的机会只是偶然的神话。巴菲特的投资成就真可谓笑傲股市，而其创立选股策略的贡献更是无人能出其右。巴菲特虽贵为世界首富之一，但他每月只支取10万美元的薪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，并计划身后把他的财富交给慈善基金。他一直定居于内布拉斯加州奥马哈市的一幢中产阶级房子中，人们还听说他会去麦当劳或当地的牛排馆用餐，不停地玩桥牌，每个月喝好几加仑的可口可乐，在人手不足的斯巴达式管理的办公室中一张纸也不许浪费。

巴菲特管理资金 40 多年从未出现亏损，而且除了少数几年之外，每年都战胜市场回报率。在二十世纪 60 年代，巴菲特投资合伙公司所获得的成就，或许是所有基金经理人中最佳的。他不但连续 10 年战胜且遥遥领先主要股票指数的报酬率（见第二章）。从 1960 年到 1969 年，巴菲特向投资者回报的报酬率为 28.9%，同一时间道·琼斯工业平均指数的报酬率仅为 5.2%。如果投资者 1960 年在巴菲特的投资合伙公司中存入 1 万美元，至 1969 年可领到 12 万 6 000 美元。当时巴菲特收摊结束营业，因为他已很难再找到价格合理的股票可以买卖。

巴菲特的成就源于四大指导原则：(1)厌恶亏损；(2)锁定交易目标（根据科学，而不是情绪）的卓越能力；(3)找出价值被低估股票的敏锐直觉；(4)认定内在成长驱动长期获利。有关巴菲特投资方法的书籍不胜枚举，也有上百篇文章试图从巴菲特的公开演讲中整理出他的选股策略。此外，20 多年来巴菲特亲手撰写的年报，这些资料都足以让投资人追随他的脚步战胜市场。巴菲特从格雷厄姆衍生出的方法可归纳如下：

(1)“挥棒”概念

超级击球手威廉姆斯（the Splendid Sprinter, Ted Williams，译注：美国棒球大联盟球员与球队经理，1966 年获选进入棒球名人堂）所写的《打击科学》（*The Science of Hitting*），是有史以来运动员所写过的最好一本书，也是他留给棒球界的遗产。威廉姆斯的基本论点是把好球区再细分为若干区域，透过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区域划分测试击击球手与投球手的攻守能力。例如高内角球是以投球手的优点测试击打手的弱点;低内角球则是利用投球手的弱点测试击击球手的优点。威廉姆斯为击球手拟出策略:他们应该了解自己的优缺点,等候球投进好球区时才挥棒。

巴菲特也常将投资做类似的比喻。他相信追踪股市应该像站在击球手位子上,看着成千的球飞过。每一球都代表一支股票在某一时刻的一个价位。但不像球场上的击球手,投资者没有义务一定要挥棒,因为没有人会判投资者一好球。在 1995 年对南加州大学商学院学生的演讲中,巴菲特简述了这个挥棒的概念:

> 在投资时,没有所谓的必须去击打的好球。你可以站在击球手位置上,投球手可以投出好球;通用汽车投出 47 美元,你若缺乏足够的资讯来决定是否在 47 美元的价位买进,你可以让它从眼前溜过,不会有人判给你一击。因为只有挥棒落空时,你才可能被判出局。

事实上,个别投资者超越专业基金经理人最明显的优势在于,投资者不会被迫犯错。投资者没有义务在当前季度战胜标准普尔 500,或必须在下一支刚公开上市的热门股票中获利,也没有义务要为数千名客户赚取合适的报酬,也不会有任何人强迫投资者在年报公告前好好调整投资组合。投资者不必担心类股轮动、资产配置、摩托罗拉是否能完成季度盈利目标,或是其表现是否落后相互竞争的基金经理人,等等。投资者唯一的责任是为自己创造满意的长期报酬。投资者可以研究一百多支股票,从中挑选其一,也可拒绝买进每股 50 美元的阳光微系统电脑(Sun Microsystems),等到股价跌到合理的价格水平后再买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进。如果阳光微系统的股价持续被高估，投资者即可一笑置之，而把注意力放在另外1万支上市股票。投资者可以每个月拒绝券商的电话，直到他们最后终于以不错的价格提供一支投资者已经研究过的股票为止。如果找不到价格吸引人的股票，即可将所有资金投资于债券、现金、黄金或房地产，1969年时巴菲特就是这么做的；他结束了合伙公司，并在1974年市场见底前根本不买进股票。

股市并不会强迫投资者买进股票。巴菲特说，市场只是引诱投资者买进而已。投资者可以让任何股票任一价格擦身而过，并因投资者的资金未冒任何风险而轻松自在。一旦投资者发现自己喜欢的股票，也就是市场以低价贱售的股票，投资者应该要积极抢攻，这种情况不会常常出现。如果投资者一辈子能遇到20次这种机会，算是相当幸运的。这么低价的绩优股是没有什么投资风险的。但其他数十次稍微不那么吸引人的投资机会也会出现，投资者也应该要准备好适时迎接。

(2) 避免亏损

如果投资者把所有资产投入固定收益的证券并持有至期满为止，则不会遭到任何亏损。发生亏损的主因在于投资者因希望更大的获利，而去承担更大的风险。为避免亏损，投资者必须减少错误。错误越少，报酬率就会相对提高。回顾第二章中的讨论，每年战胜市场几个百分点所衍生的优势，长期下来，会由于复利效应，使投资人有极大的成长。如果投资者能避免在任一年发生亏损，也会有同样的效果。

如果投资者发生亏损，即使只是一年，也会大幅侵蚀投资组合的最终价值，投资者消耗掉的宝贵资源必须要补充。此外，投资者还得浪费宝贵的时间弥补亏损的金额，亏损也可能降低复利效应的威力。假设有两个投资组合A与B，它们30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年来每年都有机会成长 10%。然而，B 投资组合在第五年出现了 10%的亏损。若投资 1 万美元，在第 30 年 A 投资组合的报酬是 174 490 美元；而 B 投资组合的报酬相对要少很多，只有 142 760 美元，这是因为其中有一年亏损（见表 15-1）。如果 B 投资组合在第 5 年与第 15 年遭受两次 10%的亏损，投资人只剩 116 810 美元的报酬。避免亏损是巴菲特所致力的目标，也是投资的最高原则。

表 15-1 避免亏损的价值

	A 投资组合		B 投资组合	
年度	年获利(%)	投资组合（美元）	年获利(%)	投资组合（美元）
0	—	10 000	—	10 000
1	10	11 000	10	11 000
2	10	12 000	10	12 100
3	10	13 310	10	13 310
4	10	14 641	10	14 641
5	10	16 105	−10	13 177
10	10	25 937	10	21 222
15	10	41 772	−10	27 963
20	10	67 275	10	45 035
25	10	108 347	10	72 530
30	10	174 494	10	116 810

注 1：A 投资组合 30 年连续获利 10%。

注 2：B 投资组合在第 5 年及第 15 年亏损 10%，其余年度获利 10%。

投资人如何避免亏损呢？当然他们可以不去冒险，在股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有跌破成本的风险时立即卖出股票。然而长期而言，这种策略会因为买卖过于频繁与高额的手续费，而导致获利不佳；另一个方法是紧抱持股，直到股价高于原始成本。唯有投资者对该公司有信心时，这个策略才能奏效。本书采纳格雷厄姆的安全边际原则（见第一章）：在股价较低时买进股票，可使投资者的亏损风险降至最低。

（3）长线持有会上涨的股票

对巴菲特这类投资者而言，为分散风险而买入各种类型的股票是愚蠢的行为。他们从未拥有超过10多只的股票。为求自保而不断扩大投资组合的投资者，基本上是在尝试错误，他们的投资组合像是“诺亚方舟”，每样东西都有一对，但不会衍生任何额外利益。如同许多价值型投资者，巴菲特对“风险”的定义不同于一般财经书籍。学术界常用数学公式来定义风险，亦即股票震荡幅度。对他们而言，只要买进大量不同的股票即可控制过度的价格波动。他们主张，只要从不同产业累积足够的股票，即可降低因某支股票惨跌而导致的风险。但运用这个方法，即使拥有几支好股，其获利也可能会大打折扣。事实上，把绩优股、地雷股一起纳入投资组合中，获利也只是平平而已。

巴菲特的观点是尽可能把资金集中在一些价值被低估的证券上，并紧抱着它们。表15-2显示的是自1977年以来巴菲特的主要持股，我们可以看到20年来，巴菲特曾经拥有数十家公司的股份，并非仅是1997年时他所拥有的8家公司。一般来说，巴菲特会持有每支股票好几年；然而，有时他会在短时间内出售所有的持股。我们可以看出巴菲特喜欢某些产业，并可推论他会避开其他产业。消费品公司、媒体、出版与广告公司在巴菲特的投资组合中占有举足轻重的地位，有时巴菲特也会买进大量的金融股，如联邦房屋贷款公司（Federal Home Loan

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Mortgage)、盖可保险、National Student Marketing、PNC Banks、富国银行;以及重工业公司的股票如美国铝业、GATX、Cleveland Cliffs、艾克森石油、Handy & Harman、Kaiser Aluminum、R. J. Reynolds。在这些例子中,巴菲特试图从较短期的产业趋势获利,例如商品价格跌至谷底或利率下跌时。

从表 15-2 我们可以推论出巴菲特分散风险的方式:他将伯克希尔的投资组合集中于少数几家可以长期持有的公司,其余的投资组合则投入获利周期较短(3～5 年)的公司,但这并不表示巴菲特总是进行长线操作。尽管他总是计划永久持有股票,然而某些情况还是可能促使巴菲特卖出持有的仓位,有时甚至比传记作家所描述的更为频繁。例如巴菲特曾于 1996 年买进麦当劳,隔年卖出;1984 年,他以 7 倍左右的市盈率买进的艾克森石油,并赶在 1986 年原油价格崩盘前卖出。巴菲特在 1979 年约以市盈率 6 倍的股价,买进 772 000 股的 Woolworth,而在 1981 年至 1982 年不景气开始前卖出持股,其后他更公开宣称不再介入零售业股票。由此,我们也可以发现巴菲特对买卖时机有惊人的判断力,他会在市况不景气时,大量买进低价的股票。他在 1980 年的年报中列出的持股超过 17 支。到 1987 年,当市场价值过度高估并随之崩溃,他所持有的仅剩 3 支:盖可保险、《华盛顿邮报》与 Capital Cities/ABC。由于不愿在价值被高估的股票投入更多资金,巴菲特反而为伯克希尔公司买进一架专机。他说,"我希望买进好股票,而不是买进一架性能优越的飞机;然而如果市场行情下跌 10%,我们看不出有什么东西值得买进时,飞机也不错。"(引自伯克希尔 1986 年年报)

(4) 寻找"确定的事"以保持获利

巴菲特广泛地运用收购套利(takeover arbitrage)以获取零风险的利润。当市况不稳定时,收购交易可使他免于亏损并得

表 15-2 巴菲特的主要持股,1977 年

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Affiliated Publications			290	435	452	461	691	691	1 036
美国铝业				464	704				
Amerada Hess			113						
美国运通银行									
’,cata					420				
Beatrice Cos.									2 351
Capital Cities/ABC[1]	220	247	246					740	901
Cleveland Cliffs Iron				475	475				
可口可乐									
Crum & Forster						909			
艾克森石油								3 896	
联邦房贷公司									
甘尼特									
GATX					442				
盖可保险[3]	1 294	1 294	5 730	7 200	7 200	7 200	6 850	6 850	6 850
General Dynamics									
General Foods			329	1 984	2 101	2 101	4 452	4 047	
吉列									
Guiness PLC									
Handy & Harman			1 008	2 015	2 015	2 379	2 379	2 379	2 379
Interpublic Group	593	593	711	711	711	711	636	819	
Kaiser Aluminum	325	1 066	1 212	1 212					
Kaiser Industries	1 306								
Knight-Ridder	227	454							
Lear Siegler									
麦当劳									
Media General			283	283	283	283	197		
National Detroit Corp.				247					
National Student Mkt.				882					
Northwest Industries								556	
Ogilvy & Mather	171		391	391	391	391	250		
Pinkerton's				370	370				
PNC Bank									
R.J. Reynolds				246	1 765	3 108	5 619		
SAFECO			954	1 251	785				
Time						1 531	901	2 553	848
Times Mirror Co.				151					
旅行家集团[2]									
迪士尼									
华盛顿邮报	934	934	1 868	1 869	1 869	1 869	1 869	1 869	1 728
富国银行									
Woolworth (F. W.)			772	667					

资料来源:伯克希尔年报

注 1:Capital Cities/ABC 已被迪士尼购并　　注 2:旅行家集团自所罗门兄弟管理公司取得所有权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至 1997 年(持股以千股计算,未调整分割)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
								27 760	49 457		
										49 457	49 457
2 990	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	2 000	20 000	20 000		
		14 173	23 350	46 700	46 700	93 400	93 400	100 000	100 000		
										200 000	200 000
		2 400	2 400	2 400	2 495	16 197	13 655	12 761	12 503		
								6 854		64 246	63 978
6 850	6 850	6 850	6 850	6 850	6 850	6 850	34 250	34 250	34 250		
						4 350	4 350			34 250	
					24 000	24 000	24 000	24 000	48 000		
					31 247	38 335	38 335			48 000	48 000
2 379											
489											
											30 157
								19 453			
1 728	1 728	1 728	1 728	1 728	1 728	1 728	1 728	1 728	1 728		23 733
			5 000	5 000	6 358	6 791	6 791	6 791	6 791	24 614	21 563
										1 728	1 728
										7 291	6 690

注 3:巴菲特于 1996 年买进盖可保险公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以确保获利。在进行收购套利时，投资者在被收购公司同意后买进该公司股票，并从市价与投标报价(tender offer price)的价差中获利。例如公司所获得的投标报价可能是每股 50 美元，但在成交前该股价格可能只有 46 美元(即 8%的折扣)。若达成交易，即可锁定 4 美元(即 8%的利润)。尽管 8%的利润并不怎么吸引人，而年度获利高于这个利润 2 倍、3 倍，这取决于该公司完成这笔交易的速度。若一季就能完成交易，8%的折扣会变成 36%的年获利。只要连续完成这类例子，投资者即可扭转市场表现不良的局势。巴菲特通常会寻找那些几乎可以确定达成的收购交易，如果双方取消购并或因联邦政府介入而阻碍交易的进行，目标公司的股票可能会大跌，这是投资者所必须承担的风险。然而目标公司的股价通常在消息发布后大涨，此时巴菲特便能得到可观的获利。

(5) 不要寻找绝对价值，因为它们几乎不存在

巴菲特在大萧条时代开始进行投资时，深受格雷厄姆的影响，但对于上百万的美国人而言正如第二次世界大战一般，大萧条只是模糊记忆而已。随后，美国经济与市场再度出现稳定，超跌股票时代也随即消失，股价不再仅为 1 倍、2 倍市盈率或远低于净资产价值。由于未经历大萧条时代市价的影响，巴菲特越来越不遵循格雷厄姆严格的公司资产负债表评估方法，并渐渐倾向费雪的作风，费雪是最早探索投资成长股优点的人之一。巴菲特在遵循格雷厄姆法则数年之后，便扬弃所谓的格雷厄姆“雪茄屁股”(cigar butt)投资法——挑选还剩下最后一口甜头的便宜股票。然而，巴菲特并非全然接受成长投资法；他的作风中还有太多格雷厄姆的影子。他从未为了预测而牺牲价值评估，也不会因市场波动而影响他们的投资决策。巴菲特最值得赞扬的是，明确指出成长投资法与价值投资法的共同点。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993 年时，巴菲特说，“格雷厄姆要求各方面都必须达到计量上的便宜；而我所要求的计量上的便宜是未来的现金流量。”（引自 Robert Lenzner 所著“Warren Buffett's Idea of Heaven：I don't have to work with people I don't like”一文，《*Forbes 400*》，1993 年 10 月 18 日，第 40 页。）如果公司成长或保持盈利增加的速度不足（见第十章），不论价格有多少折扣，对巴菲特而言都是不值得投资的，他认为公司必须保持成长以增加内在价值。对巴菲特同样重要的是，盈利增长的速度必须足以弥补通货膨胀。结合价值投资法与成长投资法，是为了能够战胜通货膨胀与债券的报酬率，这或许是巴菲特对金融界最大的贡献。

巴菲特的投资策略揉合成长投资法与价值投资法，这点明显地反映在他近年买进的股票中，如美国运通银行、吉列、富国银行与可口可乐。买进这四支股票显示，他对成长型公司并不怕支付较高的市盈率，只要该公司的长期盈利有一定的稳定性。巴菲特常说，如果投资者一觉睡了 15 年，醒来后依然还是可以发现，可口可乐与吉列还是像以前一样经营同样的商品系列——卖饮料与刮胡刀，这就是巴菲特衡量稳定的方法。

(6) 买进投资者能了解的公司

如果投资者无法了解百工（Black & Decker）与思科系统生产的路由器（router）之间有什么差别，就不要买进这两家公司。如果投资者买进的公司有很深奥的业务，投资者就好比坐进了 DC-10 的驾驶舱，唯有该飞机是自动驾驶，或者投资者必须有足够的幸运，拨对正确开关，才有机会安全落地。巴菲特相信，市场总会引诱投资者买进成长快速的股票，如果对于该公司的产品与服务都缺乏最基本的了解，投资者就一定得避开那支股票，其投资组合才不会因此受损。20 世纪 90 年代表现最强劲的公司，若拿业绩与投资者了若指掌的公司相比，也就不怎么令人兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奋了。例如，葬仪社 Service Corp. International、Walgreen、Home Depot、摩托大王哈雷摩托等公司的表现就毫不逊色。

基于同样的理由，我常建议投资者不要买进大量的外国股票。除非投资者能了解外国公司营运的状况、税赋、会计与政治环境，否则应该避免投资海外公司。买进前对公司了解越少，越可能陷入危机。有超过 1 万家以上的上市公司总部设于美国，很难有充分的理由再到美国以外的地区寻找投资机会。相对其他地方，美国拥有最多样化的公司与产业名单，有数十种产业与公司可供选择。投资者很难能够找到一家增值潜力比美国公司还要优异的外国公司。

巴菲特刻意避开许多美国本土与外国的科技类股，这是因为他对这些产业所知有限，但他从未后悔错失像甲骨文、英特尔、惠普科技或德州仪器等公司。当被问及为什么不买进科技股时，巴菲特于 1998 年告诉伯克希尔的股东，他不愿在专业领域与人竞争。

> **事实上，我无法预知微软或英特尔十年内会变成什么样子，我也不愿参加那种我认为对手具有优势的游戏。我可以投入所有的时间思考明年科技股的走势，但在产业观察家中我仍是敬陪末座，这是我所无法克服的弱项。**
>
> ——引自 1998 年伯克希尔年会记录，刊载于晨星公司的网站。

(7) 寻找高股东权益报酬率

在第十章我们讨论过股东权益报酬率对价值型投资者的重要性，巴菲特对这个指标很痴迷。过去 20 年来在许多场合，巴菲特宣称他特别喜欢投资每年至少能够创造 15%股东权益报酬率的公司。由于设定了这么高的门槛，巴菲特刻意把投资组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合局限于盈利增长强劲且并定的公司(见第八章中所提股东权益报酬率与盈利成长的关连)。若公司不支付任何股利且股东权益报酬率一直超过15%,其每年的盈利增长将会超过15%。这应该也可以转变成长期股价每年至少成长15%,这个速度远超过通货膨胀与债券收益率。在计算股东权益报酬率上,巴菲特稍作修正:他以每年的“营业收入”(operating income,不是净收益)除以股东资产净值。假设公司的资产基础为3 000万美元,净收益为1 000万美元,而营业收入为1 500万美元,若以净收益为分子,股东权益报酬率为33.3%;若用营业收入,可计算出股东权益报酬率为50%。采用营业资产报酬率可以更真实地反映出,管理阶层如何运用投资者交付的资本与债务。只要报告“非经常性损益”(nonrecurring gains and loss),公司即可利用许多方法控制净收益。

(8) 寻找护城河

如果公司产品具有专卖性、新奇性,或是具备竞争者难以模仿的特性,公司即拥有一道难以逾越的优势,这道“护城河”足以让成长型公司顺利地成长好几年。驾驶舱模拟器的生产厂商Flight Safety International在几乎没有竞争的环境下经营多年之后,巴菲特于1996年买进该公司股票;巴菲特于1997年买进的国际乳品皇后,在冰淇淋市场可谓佼佼者;迪士尼更是举世无可匹敌。

巴菲特寻找的股票必须有难以突破的品牌优势,例如可口可乐,具有最高知名度的商标,其市场占有率在各国也都是最高的。开业110年,这家公司的销售依然可以每年增长10%至12%,更可证明其品牌优势的威力。巴菲特另一家拥有护城河的股票是吉列,在大多数国家吉列刮胡刀刀片与刀头一样主导市场。巴菲特很喜欢举这个例子,“我睡得很甜,因为我知道全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界20亿的男人睡醒后都要刮胡子”。

护城河可以是全球性的，如可口可乐；或是区域性的，就像住宅区附近的银行或便利商店。巴菲特表现最好的投资中有些就是私人企业，如See's Candies与Nebraska Furniture Mart，它们在社区中几乎是独占鳌头。一旦企业拥有这道护城河，它即使涨价也不用担心丧失市场，很少有美国企业还能享有这种优势。相反地，巴菲特会避开投资大规模提供产品与服务的公司，如钢铁厂、汽车厂、航空公司与零售商等，这些公司必须花费大笔盈利更新资产或创新产品，其目标只不过是要赶上竞争对手而已。

(9) 不要太早卖出强势股

如果投资人能描绘出公司15年至20年的状况，投资人即可安心地等待该企业所带来的稳定报酬，因为这类公司相当稀少，所以一旦投资者在吸引人的低价位买进该股票后，就值得长期持有。巴菲特曾因急急忙忙地获利了结，而无法看清楚公司的长期潜力，结果犯下最大的错误。巴菲特在年仅11岁时，以38美元买进City Service Preferred，该支股票最后涨到200美元，然而巴菲特却在40美元时即卖出该股。在20世纪60年代中期，巴菲特以低得可笑的500万美元，买进6%的迪士尼股票，但一年后即以600万美元卖出所有股票。如果他抱紧持股，到1998年他原始投资的价值将可高达20亿美元。

事实上，投资者卖掉的股票在未来都可能可以高价出售。如果投资者认为公司未来有卖更高价的潜力，就要像国王的黄金一样好好地保存它。如果投资者对该股继续上涨没有信心，在开始时就应避开。如果投资者不愿意持有该股超过5年，连5分钟都不要拥有。

(10) 戴上眼罩不要理会市场

巴菲特主张忽略每日的市场波动，这个观点令大多数投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者难以接受。他并不在乎道·琼斯工业指数是涨是跌，或最新经济指标的提示，他无视短期的"杂音"，认定长期而言股价会遵循公司的成长速度而上涨。即使股市封闭两年，导致无法获得公司的市场价格，巴菲特也不在乎。不论华尔街是否存在，这些企业将继续营运，并创造利润提升公司的内在价值以及巴菲特所持股份的价值。发挥一下想象力，如果股市明天封关，结果又会如何？证券业保证会崩溃，但公司企业不会。如果没有人买卖股票，通用电气是否可能停止运作呢？英特尔微处理器订单是否会减少呢？消费者是否会停止购买宝洁公司的清洁剂呢？福特是否就会召回所有的新车呢？当然不会。这些企业仍旧会照常运作。由于营运上不必再分心关注下一季的盈利，它们可以很愉快地经营工厂，不必再为同时满足基金经理人、投资者、分析师与投机者而伤脑筋。当然，通用电气、英特尔、宝洁与福特还是很有价值，但它们的价值基础将会是(本就应该是)公布于财务报表的盈利与现金流量；而非来自于幻想、谣言、走势图或是分析师的抱怨。

总结巴菲特的论点

在1987年的文章中巴菲特说，投资者若想要大幅提高选股能力，就必须了解华尔街的存在是为了服务投资者，而不是指导投资者。不要以为公司当前提供的市场报价就是公平市价，股票的报价若不符合投资者的喜好，投资者大可忽略它。下列的文章摘自巴菲特写给股东的信，也是投资入门的经典之一。

> 每当查理(指查理·芒格，巴菲特的合伙人，伯克希尔的董事，投资公司总裁)与我为伯克希尔保险公司买进普通股时，我们进行交易的方法就好像买进私人公司一样。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们会看看该公司的经济前景、经营公司的人员，以及我们必须支付的价格，我们并没有设定任何卖出的时间与价格。事实上，只要我们认为该公司内在价值的成长速度令人满意，我们愿意永久持有该股票。在投资时，我们必须把自己当成是企业分析师，而不是市场分析师、宏观经济分析师，更不是股票分析师。

交易活跃的市场对我们非常有帮助，因为每隔一段时间就会出现吸引投资者的机会，但这并不代表市场是不可或缺的：即使我们持有的股票长期停止交易我们也不在乎，世界图书公司（World Book）或 Fechheimer 公司（两家皆为伯克希尔所拥有）没有每日报价也无所谓。不论我们的所有权是一部分或全部都一样，最后决定我们获利的是所拥有公司的基本经营状况。

我的好友与老师格雷厄姆在很久以前曾描述过市场波动的心态，我相信其对投资成功最有帮助。他认为投资人应该想象市场报价是来自于一个非常没有主见名叫“市场先生”（Mr. Market）的人，他是投资者参股私人公司的合伙人。这位市场先生从来不曾爽约，每天都会出现并开出一个价格，愿意买进投资者的股权或卖出他的股权。

尽管投资者所拥有的公司可能有稳定的营运特质，但市场先生的报价却一点也不稳定。说来难怪，因为这个可怜的家伙情绪反复无常。当他觉得快乐的时候，他只能看到影响公司的有利因素。在这种心情下，他开出的买进价位非常高，因为他害怕投资者会吃掉他的股权并夺走他眼前的获利。当他觉得悲伤的时候，则只能看到横亘在公司与世界面前的困难。在这种情况下，他的报价会非常低，因为他害怕投资者把股权卖给他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场先生还有一个永远不变的特性:他不在乎被忽视。如果他今天的报价无法引起投资者的兴趣,明天他会再更新报价,交易完全取决于投资者的选择。在这种情况下,他的行为越急躁对投资者越有利。

但是就像舞会中的灰姑娘,投资者必须遵守原则,否则一切都会变回童话中的南瓜与老鼠:市场先生是来为投资者服务的,而不是来指导投资者的。投资者会发现最有用的是他的钱包,而不是智慧。如果有一天他特别愚蠢,投资者大可忽略或利用他,但是如果投资者也受他影响那就惨了。事实上,如果投资者对公司的了解与评价都远超过市场先生,那么他们就会在这场游戏中稳操胜券。如同扑克牌玩家所说的,“如果游戏已进行30分钟,而投资者还不知道谁是傻瓜,那么投资者自己就是那个傻瓜。”

在今日的投资市场中,格雷厄姆的市场先生比喻似乎已经过时,因为大多数的专家、学者都在谈论效率市场、动态避险与贝它值(beta)指标。我们可以了解这些专家、学者在这类事情上的利益,神秘的技巧在大量供应投资建议上有其明显的价值。毕竟巫医所赖以建立名声与财富的,只不过是建议病人“吃两颗阿司匹林好了”。

对使用投资建议的投资者而言,市场潜在的价值又是另外一回事。我认为成功的投资并不是源于特殊公式、电脑程序,或股票与市场价格行为所发出的信号。相反地,投资者想要成功就必须有敏锐的商业判断力,再加上谨慎思考,并全然不受席卷市场的情绪所影响。我在致力使自己不受影响时,发现牢记格雷厄姆的市场先生概念,对投资非常有帮助。

遵循格雷厄姆的法则,查理与我都是通过公司的营业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成果，从有价证券而不是透过每日或每年的报价得知投资是否成功。虽然市场可能会暂时忽略公司的成功，但最后还是会确认。格雷厄姆曾说，“短期而言，市场是一台投票机器；但长期而言，它是部称重的机器。”更进一步来说，优质公司受到认同的速度并不是那么重要，只要公司内在价值增加的速度还令人满意即可。事实上，晚点受到认同还也是优点：如此才有机会在便宜的价格买进更多好东西。

当然，有时市场对公司价值的判断，可能远超过基本事实所显示的价值。在这种情况下，我们会卖出股票。有时候，我们也会卖出价格合理或被低估的股票，这是因为我们需要资金买进价格更被低估的股票，或者我们更了解的股票。

然而我们必须强调，我们不会仅因股价上涨或因已持有较长一段时间而卖出手中的持股（华尔街最愚笨的格言可能是：投资者不会因获利了结而破产）。只要公司权益资本(equity capital)的未来报酬率令人满意，管理阶层诚实能干，再加上市场没有高估公司价值，我们乐意长期持有任何股票。

——引自巴菲特1987年伯克希尔年报董事长的信。

巴菲特以简短的文字总结了价值投资法成功的关键。他把所有有关财经与选股的文章简化成几个重点，可让投资者获得成功。简述如下：

(1) 视自己为“企业分析师”，而不是股票市场预言家。从来就没有人能持续预言经济或股市的走向，你也不能。如果你能接受这个事实，在这场游戏中即可遥遥领先。因此，你所做的投资决策若是基于市场或经济走势，失败的几率就会比较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，如果投资者把工作集中在产业分析，长期下来必然可以投资成功。

(2) 不要受股价波动影响，因为它们通常只是对事件的不理性反应。真正能衡量成功的是公司业绩成长的速度。长期而言，股价会反映公司的成长。

(3) 不要随意接受市场上的股价。投资者接受股价每股 30 美元，并不代表该企业就价值每股 30 美元，它可能值 20 美元；也可能值 50 美元。你必须采取一种方法来自我评估市场报价是否公平合理。

(4) 市场参与者有时在评估企业真正价值时会出现明显的错误。谨慎的投资者应该准备好随时买进被市场廉价抛售的股票，并在价值被明显高估时卖出。

(5) 华尔街的任务是卖股票给投资者，并制造各种数据引诱投资者购买。它的繁荣在于保持着神秘的面纱，华尔街把投资定位成严谨的学术研究，使这个产业让投资者成为各种玄而又玄的技术分析特殊方法的俘虏，并在其领导下建立一个令人敬畏的教派。

(6) 不论技术分析多高明或是具备多高深的数学知识都无法取代传统的财务报表分析。成功的股票投资所需要的只不过是普通的数学基础、基本的企业营运知识、一点可从经验中获得的直觉，以及阅读财务报表的能力。

(7) 价值型投资者表面上会使自己的获利落后于一般投资者，但实际却可大幅领先。如果每个人都支持价值投资法，市场就不再具有价值了。事实上，大部分的投资者对市场信息的反应都相当不理性，或在买进股票前都未评估公司，对价值型投资者来说这种情况非常有利。正因市场善变，所以投资者终会成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国证券书库

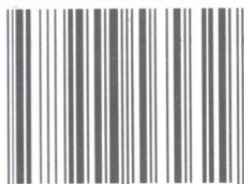
翻译经典系列

不战而胜 价值投资法

在今天这个异常变动的股票市场上，演绎着诸多独特的交易法则，《不战而胜—价值投资法》一书将告诉你如何评判它们。领悟这些真知灼见有助于识别那些有潜在投资价值的公司，预测他们的收益增长、净值和内在价值。另外：

- 书中汇集了众多运用价值投资技巧长期获得超值回报的资产管理大师的经典案例研究。
- 书中摒弃了“短线热炒”，阐释了长线是金的投资方针，介绍了以关注公司价值为核心的价值投资法的优点。

——编者



ISBN 7-80656-562-0

9 787806 565629

定价：25.00元

McGraw-Hill
全球智慧中文化
http://www.mheducation.com